

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA STAVEBNÍ
ÚSTAV STAVEBNÍ EKONOMIKY A ŘÍZENÍ

FACULTY OF CIVIL ENGINEERING
INSTITUTE OF STRUCTURAL ECONOMICS AND MANAGEMENT

FINANCOVÁNÍ DEVELOPERSKÝCH PROJEKTŮ FINANCING OF REAL ESTATE DEVELOPMENT PROJECTS

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. PETR SVOBODA

VEDOUcí PRÁCE
SUPERVISOR

prof. Ing. KOLOMAN IVANIČKA, Ph.D.

BRNO 2013

Abstrakt

Tato práce pojednává o realitních developerských projektech. Mezi hlavní cíle patří analýza současné situace na poli realitního developmentu a možné způsoby financování takovýchto projektů. Jako výstup tento text přináší detailní pohled do problematiky řízení a posuzování projektů realitního developmentu.

Klíčová slova

Realitní development, projekt, projektové řízení, projektový manažer, projektové financování, bankovní úvěr, čistá současná hodnota, vnitřní míra výnosnosti, trh nemovitostí

Abstract

This thesis disserts on real estate development projects. The main targets are analysis of current situation in the field of real estate development and suitable ways of financing such projects. As a result this text should bring a detailed insight into how real estate development projects are managed and evaluated.

Keywords

Real Estate Development, Project, Project Management, Project Manager, Project Finance, Bank Loan, Net Present Value, Internal Rate of Return, Real Estate Market

...

Bibliografická citace VŠKP

SVOBODA, Petr. *Financování developerských projektů*. Brno, 2013. 94 s., 103 s příl.
Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta stavební, Ústav stavební ekonomiky a řízení. Vedoucí práce prof. Ing. Koloman Ivanička, Ph.D.

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem uvedl všechny použité informační zdroje.

V Brně dne 10.1.2013

.....
podpis autora

Petr Svoboda

Poděkování

Zde bych rád poděkoval lidem, kteří mi pomohli s tvorbou diplomové práce. Jmenovitě je to pan prof. Ing. Koloman Ivanička, Ph.D., kterému chci poděkovat za čas věnovaný konzultacím a připomínkám k mé práci. Dále bych rád vyjádřil své díky zástupcům společnosti AZ Prosperity, s.r.o., a to Ing. Petrovi Teplému a Bc. Kateřině Zukalové za poskytnuté informace a rady.

Obsah

Obsah	6
1 Úvod.....	13
2 Cíl práce	14
3 Developerský proces	15
3.1 Fáze developerského procesu.....	15
1. Fáze přípravná.....	15
2. Fáze realizační inženýrská (příprava)	17
3. Fáze realizační stavební (realizace)	17
4. Fáze závěrečná (dokončení).....	18
(5.) Užívání	18
3.2 Účastníci developerského procesu	18
3.2.1 Developer	18
Pozice developera.....	19
Projektová společnost (2).....	19
3.2.2 Správcovská společnost (1).....	20
3.2.3 Projektový manažer.....	21

3.2.4 Dodavatelé.....	21
Dodavatel stavby (zhotovitel)	21
Architekt.....	22
3.2.5 Financující banka	22
3.2.6 Facility manažer	23
3.2.7 Finální investor (uživatel)	23
3.3 Pozemek	23
4. Financování developerských projektů	25
4.1. Investice	25
4.1.1 Vliv státu na investiční prostor	25
4.2 Zdroje financování investičních projektů.....	25
4.2.1 Cizí zdroje	26
Bankovní úvěr	27
Forward funding.....	28
Nemovitostní (investiční) fondy investičních společností	28
4.3 Způsoby financování developerských projektů	28
4.3.1 Projektové financování.....	29
Finanční ukazatele (dle (1))	30

Milníky	31
4.3.1.1 Získání developerského úvěru pro projektové financování	31
Zjištění úvěru obvykle požadovaná bankou	32
4.3.1.2 Průběh řízení projektu (Project Management)	33
Financování v průběhu realizace projektu (předpronájmy a předprodeje)	34
4.3.2 Nemovitostní fondy jako zdroj financování	35
4.3.3 Veřejné zdroje financování	38
5 Rizika	40
5.1 Dělení rizik	40
5.2 Rizika developera	41
5.3 Risk management	43
5.3.1 Analýza rizik	44
5.3.2 Metody risk managementu	44
6 Ekonomické hodnocení projektů	47
6.1 Základní pojmy	47
6.1.1 Cash flow	47
6.1.2 Úročení	50
Úroková míra	50

IRR	51
NPV	51
6.2 Metody hodnocení efektivnosti investic	52
6.2.1 Metoda výnosnosti projektu.....	52
6.2.2. Metoda doby splatnosti	52
6.2.3 Metoda čisté současné hodnoty.....	52
6.2.4. Metoda vnitřního výnosového procenta.....	52
7 Trh nemovitostí	53
7.1 Základní pojmy	53
7.1.1 Nabídka a poptávka.....	53
7.1.2 Druhy nemovitostí.....	54
7.2 Analýza trhu nemovitostí	55
7.2.1 Současná situace trhu nemovitostí v ČR.....	55
7.2.2 Trh nemovitostí v Brně	57
Jižní centrum Brno, a. s.....	59
8 Charakteristika společnosti Properity s.r.o.....	61
8.1 Realizované projekty.....	61
8.2 Probíhající projekty	65

9 Projekt polyfunkční budovy AZ-Tower.....	68
9.1 Popis investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower.....	69
9.1.1 Projektová společnost	69
9.1.2 Celkový předpokládaný výnos projektu	69
9.1.3 Celkové předpokládané náklady projektu	70
9.2 Financování projektu AZ Tower	72
9.2.1 Poskytnutý bankovní úvěr.....	73
9.3 Posouzení investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower	74
9.3.1 Postup posouzení projektu	75
9.3.2 Výkaz CF	75
9.3.3 Čistá současná hodnota (NPV)	83
Diskontní sazba	83
Výpočet	83
9.3.4 IRR	85
10 Závěrečné hodnocení	87
10.1 Výsledky ekonomického hodnocení efektivnosti investice	87
11 Závěr	88
12 Požité informační zdroje	89

12.1 Citace.....	89
12.1.1 Citace knih	89
12.1.1 Citace internetových stránek	89
12.2 Informační zdroje	92
12.2.1 Odborná literatura a skripta.....	92
12.2.2 Internetové stránky	92
13 Seznamy	93
13.1 Seznam tabulek	93
13.2 Seznam vzorců	93
13.3 Seznam obrázků	94

1 Úvod

Činnost developerů je závislá na vývoji realitního trhu, který je součástí celého tržního systému. Jak se v posledních letech ukazuje, sektor stavebnictví, a tedy i realitní trh, je bezprostředně závislý na výkonnosti celého hospodářství. Po období hospodářského růstu a vysoké míry investic do infrastruktury v první dekádě tohoto tisíciletí, bylo hospodářství České republiky zasaženo následky krize. Ať už tuto krizi pojmenujeme jakkoli, nic to nezmění na míře neblahých projevů v tomto odvětví.

V posledních několika letech jsme zaznamenali pokles v poptávce nejen po realitách, ale také stavební výroby obecně. Může to mít více důvodů, jako opatrnost investorů nebo nedostatek likvidních prostředků na trhu. V období před vypuknutím krize byl trh realitního developmentu roztočený na poněkud vyšší obrátky, což s sebou přineslo další navýšení nabídky nad současnou poptávkou, a to v podobě projektů běžících nebo započatých těsně před a v okamžiku rychlého nástupu krize.

V situacích, kdy nabídka roste rychleji než poptávka, vzniká více než kdykoli jindy prostor pro výjimečné projekty, které si kladou ambice přinést něco navíc. Tyto projekty se vyznačují jedinečným charakteristickým rysem, díky kterému se stávají atraktivní pro potenciální investory i ve sféře vlivu slábnoucí poptávky.

Pro svoji práci jsem si vybral příklad, který svými parametry míří mezi takovéto projekty. Jedná se o architektonicky i výškově významnou, ekologicky šetnou, budovu AZ Tower. Ta se svou výškou 111 m stane nejvyšší budovou v České republice. Není to však pouze tento jeden rozměr, který opticky ční nad všechny ostatní. AZ Tower, díky svému nevšednímu vzezření a využití moderních technologií v nejnovějším dostupném ekologickém standardu, aspiruje na pozici nové dominanty města Brna, se kterou bude spojena nemalá prestiž.

2 Cíl práce

Diplomová práce si klade dva základní cíle. První cíl je teoreticky popsat problematiku developerských projektů, jak je definována odbornou literaturou.

Tento základní cíl vyplývá z několika dílčích cílů, jež jsou následující:

- Popsat průběh developerského procesu.
- Rozebrat možnosti financování projektů.
- Definovat postupy a nástroje pro posouzení projektu.

Účelem druhého základního cíle je definice a posouzení konkrétního projektu. Jeho dílčí cíle jsou následně:

- Popis projektu polyfunkční budovy AZ-Tower v Brně.
- Posouzení projektu na základě definovaných postupů a nástrojů.

3 Developerský proces

Developerské realitní projekty jsou primárně určeny ke stavbě nebo koupi nemovitostí za účelem jejich dalšího prodeje nebo pronájmu. Takovéto nemovitosti mohou mít různý charakter. Může se jednat o rezidenční nemovitosti nebo o obchodní a kancelářské prostory či technologické parky. V budoucnu se předpokládá rozvoj také v oblasti rekreace, ubytování a volného času. (1) (Jednotlivé druhy nemovitostí jsou podrobněji popsány v kapitole 7.1).

3.1 Fáze developerského procesu

Developer vstupuje do tohoto procesu z několika možných pozic. Vždy záleží na jeho motivaci a vlastní pozice se dá určit dle jednotlivých fází projektu, které realizuje. Rozdělení projektů do fází se v literatuře liší, a neexistuje jeden stoprocentně jednotný názor. Nejběžnější, a dle mého názoru nejvýstižnější rozdělení je následující:

1. Fáze přípravná
2. Fáze realizační inženýrská (příprava)
3. Fáze realizační stavební (realizace)
4. Fáze závěrečná (dokončení)
- (5.) Užívání

1. Fáze přípravná

dochází k

a) **iniciaci** neboli podnícení vzniku projektu a

b) definování

Tato fáze spočívá ve vytvoření hrubých obrysů projektu dle očekávání autora prvotní myšlenky projektu. A to především prostřednictvím studií jako například:

Marketingová studie – zkoumá prostředí trhu, konkurenci, zákazníky, možné marketingové strategie.

Studie příležitosti

Architektonická studie – je třeba vytvořit základní koncept architektonického řešení stavby pro předběžné určení ceny. Projekt tímto také získá jasnější obrysy.

Studie proveditelnosti – slouží k popisu investičního záměru, a to hodnocením všech možných alternativ posouzením realizovatelnosti projektu samotného.

Tyto uvedené studie tvoří základní podklady pro **investiční rozhodnutí**.

V přípravné fázi investičního developerského projektu je tedy stěžejní určit možnosti a reálnost vlastního provedení projektu za předpokladu uvažování veškerých podmínek, příležitostí nebo rizik, s ním spojených. Mezi tyto podmínky, které berou v úvahu jednotlivé studie, patří v neposlední řadě postoj lokálních i regionálních obyvatel, orgánů státní správy (stavební úřady z hlediska architektonického řešení, územního plánu, památkové péče, životního prostředí), vliv vývoje obyvatelstva (urbanizace, věkové složení obyvatel na lokální nebo regionální úrovni), aj.

V této fázi projektu nedochází k uzavírání konečných smluv s budoucími účastníky projektu, ale pouze k definování základních bodů spolupráce (term-sheet, heads of terms). (1)

2. Fáze realizační inženýrská (příprava)

Tato fáze slouží k přípravě projektu pro samotnou realizaci, tedy stavební fázi projektu. Stěžejním úkonem v této fázi by mělo být provedení tzv. právního auditu, jehož úkolem je odhalit veškerá právní rizika spojená s projektem v průběhu úkonů této fáze, kam patří zejména:

- získání všech potřebných povolení jako stavební povolení, územní rozhodnutí (rozhodnutí o umístění stavby)
- vytvoření projektové dokumentace skutečného provedení pro realizaci stavby
- nákup pozemků potřebných pro výstavbu
- výběr generálního dodavatele - zhotovitele
- uzavření smluvních vztahů s partnery (projektant; architekt; dodavatelé; banky; právní, účetní, marketingoví a jiní poradci)

3. Fáze realizační stavební (realizace)

Jak už název této fáze napovídá, dochází v ní k samotnému provedení stavby. Při provádění veškerých, ale zejména velkých a komplexních projektů je velice důležité řízení koordinace výstavby, které spočívá v jednání s dodavateli, řízení peněžních toků a rizik. Tato fáze je značně náročná na výdaje v podobě čerpání (fakturace) plateb ze strany zhotovitele (v případě, že developer není zároveň zhotovitel – v tomto případě se jedná o náklady výrobního charakteru).

Ve fázích č. 2 a 3 (v případě financování projektu za účasti budoucích majitelů nebo nájemců) by mělo průběžně docházet ke sjednávání a uzavírání **smluv o smlouvách budoucích**, a to na prodej a pronájem částí projektu (bytové jednotky; kancelářské nebo obchodní prostory; haly, provozy nebo jiná zařízení - v případě technologických parků). V ideálním případě jsou veškeré prostory prodány nebo pronajaty ještě před dokončením 3. fáze projektu, tedy před dokončením stavby. Míra prodaných či pronajatých jednotek lze použít jako hodnotící kritérium při následném posouzení

projektu (např. případovou studií), a naplňování této míry v průběhu života projektu je určující pro jeho konečný výsledek.

4. Fáze závěrečná (dokončení)

Účelem závěrečné fáze je prodej hotového projektu finálnímu investorovi. Finální investoři jsou budoucí uživatelé, ať už se jedná o kupující nebo nájemce, a jsou předem známi (smlouvy o smlouvách budoucích). Před převzetím díla finálním investorem musejí být dokončeny veškeré práce a musí proběhnout kolaudace. V tomto okamžiku se také dohodnou případné budoucí vztahy mezi developerem a finálním investorem. Jedná se zejména o záruky nebo případné závady nebo předání infrastruktury projektu městu (součástí některých projektů je vytvoření dopravní a jiné infrastruktury, jejímž vlastníkem se následně stává město). Běžné je také uzavření smluvního vztahu s poskytovatelem facility managementu (viz. kapitola 3.2.6), který pro finální investory zajišťuje správu objektů a vybavení. V případě bytových domů také například dochází k vytvoření společenství vlastníků.

(5.) Užívání

Po dokončení projektu se developer může účastnit jako facility manažer (kapitola 3.2.6) nebo z projektu vystoupí a pozici facility manažera přenechá někomu jinému.

3.2 Účastníci developerského procesu

3.2.1 Developer

Subjekt, který nese odpovědnost za celkovou realizaci projektu. (1)

Pozice developera

Jak bylo již nastíněno, developer může mít v projektu několik možných pozic. Záleží na tom, na jakých fázích projektu se chce podílet. Obecně bychom mohli říci, že developeri zaujímají 3 základní postoje. Znamená to, že:

- a) Provádí pouze **fázi přípravy**, tedy vytvoří jakýsi koncept nebo nápad, který vyhodnotí a následně prodá dalšímu developerovi, který už dotáhne projekt do konce a následně poskytne finálnímu investorovi.
- b) Proveďte fázi přípravy a následně **fázi inženýrské realizace**. Tedy připraví kompletní projekt, připravený na okamžité zahájení **realizační fáze stavební**.
- c) Developer provádí projekt od začátku (iniciace) až do jeho ukončení (prodej finálnímu investorovi). Tedy, provádí všechny fáze projektu včetně **fáze dokončení**.

Méně často bývá developer najímán investorem, který koupil projekt od jiného developera, nebo sám vymyslel nový projekt. V tomto případě developer nevkládá do projektu žádné vlastní finanční prostředky, pouze pracuje dle přání investora, za což obdrží finanční odměnu (development fee). (1)

Projektová společnost (2)

Běžnou praxí v developerském procesu je vytvoření tzv. projektové společnosti, jejímž jediným účelem je provedení projektu. Její životnost zpravidla (nemusí to být podmínkou, je to však nejvhodnější varianta) začíná a také končí společně s životností projektu, během všech jeho fází.

Taková společnost tedy realizuje projekt, tedy vlastní příslušné nemovitosti a vstupuje do právních vztahů s partnery projektu. Právní forma projektové společnosti závisí na vlastnostech projektu, jako třeba na struktuře financování. Nejběžnější formou je kapitálová společnost, tedy **společnost s ručením omezeným** nebo **akciová společnost**.

Kapitálové společnosti mají některé výhody, pro které jsou právě pro developerské projekty využívány.

Jedná se zejména o oddělení jmění projektové společnosti od jmění akcionářů (a.s.) nebo společníků (s.r.o.). Díky tomu dojde k oddělení rizik projektu od rizik úpadku akcionářů nebo společníků, a to oboustranně. Díky omezenému ručení, kdy společník ručí pouze výší svého vkladu do jednotlivého projektu, není ohroženo jeho případné portfolio ostatních projektů (v případě, že pro každý jeden projekt je vytvořena jedna projektová společnost) nebo jeho vlastního majetku.

Jednou z výhod je také převoditelnost akcií, resp. podílů, což umožňuje snadnější změnu vlastnictví podílů v projektech. Není tak třeba řešit nájemní vztahy či předkupní práva, která náleží právě k jednotlivým podílům a ne k fyzické či právnické osobě, která je vlastní.

Struktura

Projektová společnost obvykle není příliš velká. V případě, že má nějaké zaměstnance, jedná se o projektové manažery, jejich asistenty, popřípadě sekretářku.

V mnoha případech projektové společnosti nemají žádné zaměstnance a její správa je svěřena tzv. **správcovské společnosti**. Představitel správcovské společnosti potom může vystupovat jako statutární orgán projektové společnosti.

3.2.2 Správcovská společnost (1)

Správcovská společnost vstupuje do developerského procesu jako externí dodavatel služeb. V takovém případě je vhodné, když jedna správcovská společnost zajišťuje veškerou správu. Je však možné najmout více subjektů (kontraktoři) například pro vedení účetnictví, právní poradenství, finanční řízení projektu, administrativu nebo technickou koordinaci projektu. Zejména u komplexních projektů je vhodné najmout projektovou společnost nebo více kontraktorů z důvodů značné technické, právní nebo administrativní složitosti celého projektu.

3.2.3 Projektový manažer

Může být zaměstnancem projektové společnosti, správcovské společnosti nebo také samotnou správcovskou společností jako externí projektový manažer. Projektový manažer je jednou z nejdůležitějších postav celého projektu. Jeho úkolem je vlastně řídit celý projekt, musí tedy mít povědomí o veškerých procesech v průběhu projektu. Jedná se zejména o komunikaci se zhotovitelem (generální dodavatel) a dalšími subjekty. Z praxe je známo, že správnou činností na pozicích projektových manažerů a jim podobných, je možno ušetřit značné množství finančních prostředků, a dále zvyšovat efektivitu celého projektu. Jedná se zejména o správné nastavení smluvních vztahů ve spolupráci s právními poradci a následný dohled nad dodržováním těchto vztahů, dále pak kontrola činnosti zhotovitele, fakturace provedených prací (kvalitativní a kvantitativní správnost a načasování), identifikace vad a nedodělků, kontrola víceprací a méněprací.

3.2.4 Dodavatelé

Dodavatel stavby (zhotovitel)

Dodavatelé stavebních prací vstupují do developerského procesu až ve fázi realizační (inženýrské), kdy dochází k takzvané přípravě stavby. Developer prostřednictvím výběrového řízení vybírá dodavatele stavby. Zde opět záleží na charakteru projektu, zda vybrat jednoho nebo více dodavatelů. V dnešní stavební praxi je nejběžnější a nejvhodnější variantou vybrat jednoho **Generálního dodavatele**. Ten si pro realizaci jednotlivých částí projektu může nakontraktovat další subdodavatele.

Dodavatel stavby je odpovědný za vykonání stavebních prací v rozsahu dle projektové dokumentace, za což očekává odměnu, která je definována jako cena stavby. (1) upozorňuje na to, jakou má mít cena formu. Může být stanovena jako pevná nebo maximální garantovaná. Přitom investoři pochopitelně trvají na tom, aby byla cena neměnná. Rizika možného navýšení ceny potom nese dodavatel (zhotovitel), který má největší možnost navýšení ceny zabránit mírou efektivity své činnosti.

Kontrola nákladů a zamezení rizik v podobě zvýšení nákladů nespočívá pouze v procesu stavební výroby samotné (vč. klimatických podmínek), ale také možné zásahy zvenčí, tedy rozhodnutí moci výkonné, případné krize hospodářství a zdražování vstupů nebo vliv změn měnových kurzů (zvláště v případě využití dotací z fondů EU nebo účasti zahraničních subjektů).

Veškerá rizika je tedy nezbytné smluvně ošetřit, a to jak ze strany dodavatele (zhotovitele), tak developera (projektové společnosti, projektového manažera). (3)

Důležitou oblastí jsou také možné změny stavby v průběhu realizace, které mohou mít vliv na cenu díla (zejména v případě rekonstrukcí historických budov nebo práce v nestabilním geologickém prostředí nejsou před započítáním prací v mnoha případech známy veškeré skutečnosti). Opět platí důraz na kvalitu smluvních vztahů.

Architekt

Architekt a projektanti jsou dalšími klíčovými účastníky developerského procesu. Jejich rukou vzniká podoba (vizuální, technická) nemovitosti, která je předmětem projektu. Děje se tak ale na přání developera, který přichází s určitým investičním záměrem a soustředí se hlavně na splnění funkce, zacílení na určitou oblast trhu a návrat vložených prostředků. To se nemusí setkat s představou některých architektů, kteří se často soustředí na vytvoření jedinečného díla, což může odvést jejich pozornost od představ developera. (4)

Ve vztahu k architektovi je tedy třeba vymezit určité mantinely, jako například možnost developera uskutečnit úpravy v projektu z důvodů změny situace na trhu (např. změna rezidenčního projektu na komerční). (1)

3.2.5 Financující banka

Banky jsou v dnešním pojetí financování developerských projektů poskytovateli značné části finančních prostředků. Mimo poskytnutí úvěru přímo developerovi mohou také v podobě hypotečních úvěrů pomoci finálním investorům financovat prostory.

3.2.6 Facility manažer

Ten zajišťuje zejména provoz a údržbu objektu po dobu jeho užívání. (5) Mohlo by se tedy zdát, že facility manažer vstupuje do procesu až po dokončení stavby a převzetí prostor do užívání majiteli nebo nájemci. Z charakteru jeho činnosti, má však dobrou kvalifikaci přinést užitečné postřehy do návrhu a realizace samotné stavby. Má totiž zkušenosti s provozem, údržbou (opravy, úklid, čištění, výměna, atd.) prostor nebo zařízení.

Činnost facility manažera ve fázi užívání spočívá zejména v: (6)

- Evidenci nákladů (za období)
- Přeučtování provozních nákladů nájemcům
- Vedení kompletní agendy (daně, pojištění, energie)
- Administrativě nájemních smluv
- Výpočtu a platbě veřejných poplatků
- Přípravě a konzultaci servisních smluv

3.2.7 Finální investor (uživatel)

Budoucí majitelé nebo nájemci prostor umožňují uskutečnění projektu. Díky charakteru financování developerských projektů jsou zákazníci velice důležití už v počátcích projektu, kdy developer shání prostředky k provedení projektu. Poskytovatelé financí zpravidla vyžadují záruky (v podobě smluv o smlouvách budoucích kupních nebo nájemních). (1)

3.3 Pozemek

Pozemek je ze své podstaty zásadní část projektu. Bez pozemku, na kterém budovu postavíme, není možno projekt uskutečnit. Pozemek často tvoří značnou část konečné ceny, a jsou s ním spojena jistá právní specifika. Navíc v současné době se developři

potýkají s nedostatkem kvalitních pozemků a jejich vlastníci chtějí na jejich prodeji co nejvíce vydělat.

Dle (7) existuje několik způsobů, jak získat tyto pozemky:

- Přímý nákup pozemku od vlastníka
- Dlouhodobý nájem pozemku – tento způsob je výhodný zejména v případě relativní dočasnosti projektu
- Koupě podílu ve společnosti, která pozemek vlastní
- Založení zvláštní společnosti s vlastníkem pozemku. Do nově založené společnosti vloží developer finance a know-how, vlastník vloží pozemek
- V případě, že developer nesežene žádný vhodný (volný) pozemek, může koupit stávající budovu, kterou následně přestaví nebo zbourá a postaví novou

Při koupi pozemku je také třeba respektovat územní plán, tedy určit, zda se bude jednat o rezidenční, komerční nebo budovu jiného charakteru. (7)

Dále pak je třeba dát pozor na vlastnická práva k pozemku. Standardně se provádí právní audit pozemků až 10 let zpětně. Po uplynutí této doby totiž dochází k vydržení (nabytí) vlastnického práva k nemovitosti osobou, která ji držela v tzv. dobré víře, tj. domnívala se na základě dostupných informací a při zachování náležité péče, že nemovitost získala do vlastnictví. (3)

4. Financování developerských projektů

Developerský projekt je z pohledu ekonomie jistou formou investice. Hovoříme tedy o investičním projektu.

4.1. Investice

Investice je definována jako obětování jisté současné hodnoty ve prospěch budoucí nejisté hodnoty. (8)

Z makroekonomického pohledu jsou investice velice důležité pro hospodářský výkon státu. Stejně jako investice ovlivňují, dá se říci, že dokonce tvoří hospodářský růst země, tak vývoj HDP značně ovlivňuje investiční rozhodování.

4.1.1 Vliv státu na investiční prostor

Stát svými zásahy do ekonomiky značně ovlivňuje investiční rozhodování. Má k tomu několik nástrojů. Mezi ty nejúčinnější patří monetární politika, která ovlivňuje zejména výši úrokových sazeb, a tím tedy náklady na kapitál. Další silný nástroj je fiskální politika, tedy rozpočtové určení daní. (8)

4.2 Zdroje financování investičních projektů

Současná literatura zmiňuje nejběžnější dělení na zdroje vlastní a cizí.

Vlastní zdroje

tedy zdroje, které do projektu vkládá sám developer jsou označovány za vůbec nejdražší zdroje, navíc pro realizaci projektů dostatečně velkých pro efektivní rozvoj, jsou často nedostatečné.

Cizí zdroje lze rozdělit na zdroje veřejné a soukromé.

Soukromé cizí zdroje

s sebou zase nesou další náklad nebo jiné překážky. U nákladů na cizí zdroje (bankovní úvěry) je důležitým ukazatelem tzv. **úroková míra** – viz. kapitola 6.1.2.

Veřejné cizí zdroje

Jsou nejčastěji poskytovány ve formě dotací ze strany státu, a to přímo ze státního rozpočtu nebo prostřednictvím dotačních programů ze strukturálních fondů EU nebo jiných fondů tvořených například nákupem emisních povolenek dle Kjótského protokolu.

V případě využití některého z dotačních titulů je vyžadováno dodržení určitých podmínek, kam patří nízká energetická/ekologická náročnost, prokazatelný prospěch pro životní prostředí nebo rozvoj regionu.

4.2.1 Cizí zdroje

Financování pomocí cizích zdrojů snižuje náročnost projektu na vlastní kapitál. V případě příznivé úrokové bilance nákladů na tento kapitál a úrokové míry může být navíc výhodnější, než použití reálně dostupných vlastních aktiv.

Bankovní úvěr

Bankovní úvěr je nejběžnějším produktem využívaným developery, jako součást financování projektů. Před poskytnutím úvěru musí developer splnit určité požadavky banky, které se mohou lišit. Záleží to na pozici developera, v jaké o úvěr žádá. Potom se jedná o úvěr korporátní nebo projektový. Základním předpokladem pro získání takového úvěru je kvalitní rating věřitele a další podmínky (viz kapitola 4.3.1).

Korporátní úvěr je většinou poskytován společností s určitou finanční historií a nejsou omezeny na financování jednoho konkrétního projektu. Jde o většinu úvěrů běžně poskytovaných obchodním společností. V případě developerských (realitních) projektů jsou tedy poskytovány mateřským společností developera. Tím je bankám umožněno, v případě nesplacení úvěru, postihnout veškerá aktiva společnosti. Hodnocení úvěrového rizika vychází z historické síly a schopnosti společnosti dostát svým závazkům.

Projektový úvěr využívají projektové společnosti, které jsou založeny za účelem řízení jediného projektu (v rámci projektového financování). Z toho vyplývá jasné určení těchto úvěrů, tedy jsou poskytovány pro potřeby financování konkrétního úvěru. Je tedy kladen důraz na kvalitu projektu a jeho schopnost dostát svým závazkům prostřednictvím generovaného cash flow. Ze strany banky je to zcela pochopitelné, protože v případě neúspěchu projektu nemá projektová společnost velkou hodnotu, a bance zůstane pouze prázdná (neobsazená) nebo rozestavěná budova. (1)

Syndikovaný úvěr je další, speciální kategorie úvěru. Využívá se zejména pro financování velkých komplexních projektů, které svým rozsahem a objemem potřebných prostředků přesáhnou možnosti jednoho věřitele (banky). Za účelem financování takto náročných projektů je vytvořena **skupina věřitelů** (bank). Skupina věřitelů uzavírá s dlužníkem jednu smlouvu o úvěru, avšak každý věřitel si sjednává vlastní podmínky. (9)

Forward funding

Forward funding nebo také předběžné financování, jak ho popisuje (1), je využíváno v případě dohody s předem známým finálním investorem (zpravidla jediný). Finální investor tak poskytne projektové společnosti finanční prostředky na realizaci projektu, za což obdrží jistá práva, a stává se tak aktivním účastníkem projektu. Tento zdroj financování je využíván v případě, že developer nemá dostatečné prostředky (vlastní+úvěr).

Finální investor zpravidla požaduje:

- Informace o průběhu projektu
- Dodržení určitých základních parametrů projektu
- Možnost zablokovat zásadní operace projektové společnosti (např. uzavření smlouvy)
- Odpovědnost developera za právní strukturu projektové společnosti a bezvadnost projektu

Nemovitostní (investiční) fondy investičních společností

Výnosy nemovitostních fondů jsou tvořeny výnosy z pronájmů a prodejů nemovitostí. Tyto investiční fondy jsou tvořeny finančními skupinami a v posledních letech zaznamenávají velký zájem. Jsou totiž dobrým prostředkem pro diverzifikaci portfolia investičních společností, což je dáno (do jisté míry¹) nezávislostí realit na kapitálových trzích. (10)

4.3 Způsoby financování developerských projektů

V této části práce se zaměřím především na soukromé zdroje financování developerských projektů, a to v podobě kombinace vlastních s cizích zdrojů

¹ Jak se ukázalo v nedávné globální recesi, na jejímž vzniku měly podíl právě nemovitosti, tato podmínka nemusí vždy platit. Jednalo se však o extrémní situaci v rámci celého tržního hospodářství, kdy ztrácela téměř veškerá aktiva. (10)

(soukromých). Zvláštní důraz bude kladen na projektové financování. Způsoby financování z veřejných zdrojů budou popsány okrajově.

4.3.1 Projektové financování

Projektové financování se v posledních letech ukázalo jako ideální forma financování v oblasti developerských úvěrů, a je patrně nejběžnější. Přináší s sebou mnoho výhod, z nichž největší je omezení okamžité potřeby vlastních zdrojů pro realizaci projektu. Toto však není charakteristické pouze pro projektové financování, ale i pro další řadu způsobů financování projektů.

Mezi charakteristické vlastnosti projektového financování patří: (11)

- Existence právně samostatné jednotky (projektová společnost), která vlastní majetek projektu a její závazky jsou odloučeny od závazků a majetku developera jako zakladatele projektové společnosti.
- Dluhové financování projektové společnosti na omezené, předem určené časové období. Prostředky na splácení dluhu jsou primárně generovány prostřednictvím cash flow projektu.
- Mimobilanční financování – financování projektu se neprojeví v účetní bilanci sponzora projektu, ale pouze zapojení sponzora na financování projektu (nikoli jako úvěr na daný projekt).

Návratnost projektů je rozhodující podmínkou při jejich realizaci. Proto se při posuzování bere v úvahu množství faktorů a projekt se posuzuje i z pohledu předpokládaných rizik, která by mohla ovlivnit ekonomický vývoj projektu. Rizikům projektu je věnována kapitola 5.

Důležitý předpoklad pro projektové financování je také omezení úvěru pouze na dobu trvání projektu, většinou 10-15 let. (12) Proto je důležité pečlivé naplánování projektu, zejména pak zajištění prodejů, ze kterých je úvěr po ukončení splacen. Průběh splácení

úvěru a generování finančních toků z prodejů a pronájmů je kontrolováno pomocí specifických finančních ukazatelů.

Finanční ukazatele (dle (1))

Jednotlivé ukazatele jsou stanoveny smlouvou mezi bankou a dlužníkem a jejich neplnění se považuje za porušení úvěrové smlouvy. (1)

Ukazatele sledované v průběhu výstavby

LTC (Loan to Cost) Poměr hodnoty úvěru k celkovým rozpočtovým nákladům projektu. Zpravidla do maximální výše 70%.

Procento předprodejů vyjadřuje poměr hodnoty prostor (zpravidla rezidenčních), k nimž jsou uzavřeny smlouvy o smlouvě budoucí kupní, k předpokládaným celkovým výnosům projektu. Obvykle až 30%.

Procento předpronájmů v současnosti je bankami vyžadováno takové procento předpronájmů, které minimálně kryje úrokové náklady z čerpaného úvěru.

ICR (Interest Cover Ratio) neboli poměr cash flow z uzavřených smluv o budoucích nájemních smlouvách k úrokovým nákladům doposud načerpaného úvěru.

V praxi je k dosažení ICR v hodnotě 1,0 potřeba zhruba 40% předpronájmů.

Ukazatele sledované po kolaudaci a po pronájmu všech prostor

LTV (Loan to Value) měří poměr nesplacené části úvěru s úroky k tržní hodnotě nemovitosti. Pokud se tržní hodnota financovaného aktiva nečekaně sníží a LTV přesáhne kritickou mez (v současnosti je vyžadováno okolo 75%), je klient povinen část úvěru splatit tak, aby se LTV snížilo na požadovanou hodnotu. Jinak může dojít k porušení úvěrové smlouvy a zesplatnění úvěru. Hodnota financovaného aktiva je určována expertním posudkem.

DSCR (Debt Service Cover Ratio) sleduje poměr mezi volným cash flow projektu a dluhovou službou (souhrn úroků a splátek jistiny, které je dlužník povinen splatit v daném období). Obvyklá hodnota je kolem 120%. Znamená to, že roční čistý příjem developera, musí dosahovat 120% splátky jistiny a úroku z úvěru za kalendářní rok. Počítá se z auditovaných účetních výkazů.

Equity neboli finanční zdroje, které nejsou kryty úvěrem. Jedná se o vlastní prostředky, tedy vklad do základního kapitálu projektové společnosti nebo úvěry od společníků, případně mateřské společnosti developera. Tento ukazatel je důležitý v okamžiku žádosti o úvěr. Financující banky totiž požadují určitou výši equity jako podmínku poskytnutí úvěru (v současné době okolo 30% celkových rozpočtových nákladů projektu).

Milníky

Kontrola průběhu projektu je sledována po celou dobu jeho života také pomocí tzv. milníků. Ty jsou (1) charakterizovány následovně:

Dokončení prvního nadzemního podlaží - v tento okamžik již může být do katastru nemovitostí zapsaná rozestavěná stavba a k této stavbě zřízeno zástavní právo.

Dokončení hrubé stavby – Kdy do procesu obvykle vstupují budoucí nájemci a začínají ve spolupráci s developerem realizovat klientské úpravy.

Kolaudace a předání budovy – Zde je klíčová zpráva nezávislého experta, který musí bance potvrdit, že stavba byla dokončena v souladu se stavebním povolením, dosahuje projektovaných parametrů a byly odstraněny klíčové vady a nedodělky.

4.3.1.1 Získání developerského úvěru pro projektové financování

Bankovní úvěry přesně šité na míru potřeb projektového financování pro developery dnes již nejsou žádnou novinkou. Během let byly nastaveny všeobecné podmínky,

kterými se řídí vesměs všechny banky poskytující podobné úvěry v prostředí českého trhu.

Zjištění úvěru obvykle požadovaná bankou

Banky považují projektové financování nemovitostí za rizikové, a snaží se tedy v maximální míře tato rizika omezit. Před poskytnutím úvěru jsou obvykle požadována následující parametry zajištění: (1) (2) (13)

- Zástavní právo v prvním pořadí na pozemky a rozestavěnou nemovitost (zástavní smlouva formou notářského zápisu včetně exekuční doložky).
- Vinkulace pojistného plnění (pojištění stavby ve výši úvěru).
- Zástava podílu projektové společnosti (až do výše 100%).
- Zástavní práva k pohledávkám ze všech kupních smluv (i budoucích), k pohledávkám z vkladu na všech účtech, vedených bankou, souvisejících s financováním projektu.
- Postoupení práv plynoucích ze smlouvy o dílo uzavřené s generálním dodavatelem.
- Zajišťovací instrumenty a dokumenty (opční smlouvy na pozemky, rozestavěné budovy, smlouvy předkupní).
- Právní a technické *due diligence*², potvrzující, že příjemce úvěru ani chystaný projekt nemá právní či technickou vadu, která by ho mohla nepříznivě ovlivnit.

Dále banky požadují doložení specifických podkladů a dokumentů týkajících se projektu a developera:

Údaje o žadateli:

- Aktuální výpis z obchodního rejstříku
- Rozvaha společnosti
- Zakladatelská listina a notářský zápis z valné hromady

² Proces komplexního poznání, zmapování, analyzování a interpretace informací o prověřovaném subjektu.

- Vlastnická struktura společnosti
- Potvrzení finančního úřadu o neexistenci nesplacených závazků nebo nedoplatků
- Reference (realizované projekty)

Údaje o projektu:

- Podnikatelský záměr developera
- Rozpočet, předpokládané cash flow, výše vlastních prostředků investora
- Informace o nemovitosti (identifikace, vizualizace, doklady o pojištění, drafty budoucích smluv)
- Informace o pozemku (výpis z katastru nemovitostí včetně kopie katastrální mapy, identifikace věcných břemen, popis lokality, kupní smlouva nebo jiný nabývací titul k nemovitosti, případné povolení k demolici stavby, ekologie).
- Marketing projektu (doklady o předprodeji, spolupráce s realitní kanceláří)

Informace o budoucím průběhu stavby:

- Rozpočet stavby
- Stavební povolení
- Územní rozhodnutí
- Generální dodavatel, smlouva o dílo, stavební dozor
- Časový harmonogram výstavby

4.3.1.2 Průběh řízení projektu (Project Management)

Project Management většinou vykonává Project Manager, tedy projektový manažer (kapitola 3.2.3). Jde o řízení projektu v celé délce jeho života, tedy už ve fázi přípravy, kdy je zahájena studie proveditelnosti, až po prodej nemovitosti finálním investorům nebo průběh pronajímání prostor a facility managementu.

Jak bylo uvedeno výše, pro projektové řízení developerských projektů je vhodné postupovat podle tzv. **Milníků**.

Pomocí milníků může také banka sledovat věcné a časové plnění výstavby. Činí tak za pomoci nezávislého experta (na náklady developera). Banka si tímto postupem hlídá dodržování projektové smlouvy.

Dosažením prvního milníku, tedy dokončením prvního nadzemního podlaží rozestavěné budovy se objekt stává samostatným předmětem práv, a může tak být zapsán do katastru nemovitostí jako rozestavěná stavba. V tomto okamžiku dochází zpravidla ke zřízení zástavního práva na nemovitost, a to ve prospěch financující banky.

Dalším milníkem je dosažení hrubé stavby (nebo případně výstavba dalšího podlaží nad podlažím kontraktovaným budoucím majitelem) a finální investoři mohou realizovat případné klientské úpravy neboli outfity.

Kolaudace a předání budovy je okamžik, kdy nezávislý expert potvrdí bance, že stavba byla provedena v souladu se stavebním povolením a dosahuje projektovaných parametrů. (1) před kolaudací je také zřízeno zástavní právo banky na jednotlivé jednotky. Po odkoupení jednotky finálním investorem je zástavní právo financující banky na jednotku nahrazeno zástavním ve prospěch finálního investora (v případě, že finální investor financuje nákup jednotky prostřednictvím hypoteční banky, je toto zástavní právo postoupeno právě hypoteční bance).

Financování v průběhu realizace projektu (předpronájmy a předprodeje)

Z podstaty projektového financování (kapitola 4.3.1) vyplývá, že výstavba ve fázi realizace projektu je financována prostřednictvím vlastních prostředků developera (podmínky bank určují, že jsou proinvestovány před zahájením čerpání úvěru) a developerského úvěru. Právě úvěr je splácen v průběhu realizace z prostředků získaných od finálních investorů, a to na základě smluv o smlouvě budoucí (tyto smlouvy jsou z části uzavírány ještě před zahájením výstavby – banky vyžadují u rezidenčních projektů okolo 25-30% hodnoty projektu v předprodejích).

Nájmy, předpronájmy

Předpronájmy se týkají téměř výhradně komerčních prostor, jako jsou kanceláře a obchodní centra. Nájemní smlouvy jsou často spojeny také s facility managementem, který může projektová společnost vykonávat pro nájemce nebo pro jinou společnost, která například odkoupí hotový projekt, která dále provozuje například obchodní centrum. Smlouvy o budoucí nájemní smlouvě musí být natolik kvalitní, aby umožnila například posunutí termínu realizace developerem. (1) Pro potřeby financování projektu jsou na základě smluv o smlouvě budoucí nájemní stanoveny zálohy a zpravidla dochází ke složení nájemného na určitou dobu dopředu.

Prodeje, předprodeje

Předprodejů je využíváno zejména v případě rezidenčních prostor. Na základě smluv o smlouvě budoucí kupní (projektová společnost i zákazník se zavazují k uzavření kupní smlouvy) vzniká vztah mezi developerem a investorem (zákazníkem). Smlouva zajišťuje developerovi přístup k finančním prostředkům na splacení úvěru, a plnění ukazatelů v kapitole 4.3.1. Děje se tak prostřednictvím speciálního vázaného účtu, vedeného u financující banky. Ve smlouvě budoucí je potom stanoven harmonogram jednotlivých plateb zákazníkem. V případě splacení části úvěru bance může developer získat nižší úrok.

V případě prodeje projektu jednomu finálnímu investorovi (případně skupině finálních investorů) dochází na základě předběžné smlouvy k prodeji projektu. Většinou jde o prodej celé projektové společnosti. Někdy dochází k prodeji samotné nemovitosti, ale tento postup se používá omezeně, zejména z důvodu daňové nevýhodnosti a potřeby převodu veškerých smluv (kromě nájemních). Finální investor provádí *due diligence* projektové společnosti. (1)

4.3.2 Nemovitostní fondy jako zdroj financování

Základním účelem těchto investičních fondů je sloužit jako struktura financování, sdružující a spravující finanční prostředky více investorů. Tyto fondy, kterých lze v ČR

využívat k financování developerských projektů od roku 2006, se obecně nazývají fondy kolektivního investování. Jsou obdobou mezinárodně úspěšné formy investování do nemovitostí prostřednictvím tzv. nemovitostních svěřeneckých fondů. Vyznačují se zpravidla nízkým zdaněním za podmínky, že vstupují pouze jako investiční zprostředkovatel (tj. vyplácejí téměř veškeré příjmy formou dividend a jejich akcie se obchodují na burze). Velkou výhodou fondu kolektivního investování je daň z příjmu právnických osob ve výši 5%. (1)

(1) dále definuje³ základní dvě formy těchto fondů, jako vhodné pro financování realitních developerských projektů. Jsou to Speciální fondy kvalifikovaných investorů a Speciální fondy nemovitostí.

Speciální fond kvalifikovaných investorů

Mají strukturu vhodnou spíše pro menší a uzavřené skupiny investorů. Tento fond může být založen jako investiční fond, který je samostatnou akciovou společností nebo může být zřízen investiční společností jako sdružení majetku bez právní subjektivity (otevřený nebo uzavřený podílový fond, ve kterém tato společnost spravuje majetek investorů). Výhodou je, že na investiční fond se vztahuje osvobození dividend vyplácených mateřské společnosti od daně z příjmu. Dále pak tento fond může hospodařit se svým majetkem sám, protože (na rozdíl od podílového fondu) není třeba vytvoření či angažování dalšího subjektu za účelem obhospodařování jeho majetku.

Fondy kvalifikovaných investorů mohou provádět development, mohou ale také vystupovat pouze jako investor/zadavatel stavby, nikoli jako osoba, která provádí výstavbu.

Nevýhoda tohoto typu fondů se projeví v případě, že jsou investice do fondu nabízeny subjektům, které nejsou součástí stejného koncernu jako zakladatel fondu, případně nemají k zakladateli těsný vztah. Takový investor totiž získá veškerá akcionářská práva (na rozdíl od podílového fondu, kde má podílník jen práva majetkového typu).

³ Na základě zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování

Fond by dále neměl být založen za účelem správy jediné investice. Je vyžadována jistá míra rozložení rizika. Podle výkladu ČNB, nesmí být majetek fondu vystaven riziku jediného aktiva a stejně tak by fond neměl mít pouze jediného investora (připouští se založení fondu investory v rámci jednoho koncernu).

Pro tyto fondy platí určitá omezení, jako například stanovení minimální výše investice jednoho investora, nejvyššího počtu investorů nebo nemožnost tyto fondy veřejně propagovat. (1)

Speciální fond nemovitostí

Jedná se o formu otevřeného podílového fondu, tedy tento fond je určen k nabídce investorům z řad široké veřejnosti. Neplatí pro něj tedy omezení jako u fondu kvalifikovaných investorů.

Na druhou stranu zde platí jiná, do jisté míry přísnější a podrobnější pravidla, stanovená zákonem. Speciální fond nemovitostí může mít pouze formu otevřeného podílového fondu, tedy formu bez právní subjektivity s tím, že podílníci mohou žádat investiční společnost o zpětný odkup podílového listu. (1)

Založení speciálních fondů

Zákon vymezuje přesné postupy a požadavky pro založení těchto fondů. Pochopení veškerých náležitostí dle zákona je pro potřeby této práce značně složité a komplexní. Z tohoto důvodu zde uvedu výčet základních požadavků pro založení fondu, jak jej definuje (1):

- Základní kapitál musí být plně splacen a zakladatelé musí prokázat jeho původ
- Vedoucí osoby (minimálně 2 osoby) musí mít zkušenosti s trhem nemovitostí
- Doložení informací (ČNB) o významných akcionářích a dalších propojených osobách
- Vypracování plánu obchodní činnosti, statut fondu
- Depozitář (pouze banka), interní auditor, informační systém apod.

4.3.3 Veřejné zdroje financování

Synonymem pro veřejné zdroje financování výstavby se v posledních letech stává tzv. **zelená výstavba**. Jde o energeticky úsporné projekty, nízkoenergetické budovy, nízkoenergetická opatřená nebo výstavbu v pasivním standardu. Existuje mnoho podobných názvů, z nichž většina má stejný nebo podobný význam. S tím, jak EU bojuje za tzv. udržitelný rozvoj⁴, vzniká spousta dotačních programů poskytovaných státní správě, občanům i stavebním a jiným firmám.

Státní podpora

V ČR máme zkušenosti zejména s programy financovanými díky zdrojům získaným prodejem emisních povolenek na základě Kjótského protokolu⁵. V letech 2009-2011 se jednalo zejména o program Zelená úsporám. Průběh tohoto programu pronásledovala řada nejasností, až byl úplně zrušen. V Současné době Vláda ČR připravuje nový program Nová zelená úsporám, který bude určen (až ze 70%) majitelům rodinných domů. Tento program se bude vztahovat na práce započaté od 1. ledna 2013. Žádosti o dotaci budou přijímány od srpna 2013. V plánu je vyplatit 1,4 miliardy korun. (14)

Další možnou formou státní podpory jsou dotace úroků z úvěrů. Tyto dotace jsou však také většinou poskytovány přímo občanům, a tak nejsou nejvhodnějším způsobem financování developerských projektů, pro které je třeba získat finanční prostředky ještě před započítím realizace. Zvláště pak při žádosti o úvěr, banky často vyžadují zajištění cash flow projektu již v průběhu výstavby. Většina dotací je však vyplácena až po kolaudaci objektu.

⁴ Koncepce udržitelného rozvoje (trvale udržitelného rozvoje) představuje alternativní model vývoje společnosti oproti dominující industriální ekonomice. Politiky na této koncepci založené prosazuje uvedení hospodářského společenského vývoje do souladu s kapacitami ekosystémů, se zachováním přírodních hodnot a biologické rozmanitosti pro nynější i příští generace. (26)

⁵ Kjótský protokol – průmyslové země se zavázaly, že sníží emise skleníkových plynů na určitou hranici. Země, kterým se nepovede toto snížení uskutečnit v požadovaných parametrech, mají možnost nakoupit tzv. emisní povolenky od zemí, které sníží emise těchto plynů nad rámec dohody (právě rozdíl mezi požadovanou a reálnou hodnotou tvoří objem emisních povolenek určených k prodeji danou zemí). (27)

Dotace z fondů EU

Dotace z fondů Evropské unie mají výhodu v tom, že nejsou tolik směřovány přímo na občany, ale mohou o ně žádat také komerční subjekty, tedy i developer.

Z pohledu developerů jsou nejzajímavější dotace v oblasti bydlení, rozvoje infrastruktury, územního rozvoje nebo cestovního ruchu.

Nutno však říci, že díky požadavkům na přidělení dotací je podoba projektů značně ovlivněna právě důrazem vlastnosti projektu ovlivňující životní prostředí a udržování tzv. udržitelného rozvoje. Česká republika, jako prozatím takzvaně nová členská země EU, má právo na dotace do roku 2020. Díky charakteru developerských projektů a jejich značné náročnosti na přípravu je zjevné, že pro nově připravované projekty nebudou mít (v rámci ČR) dotace z fondů EU v nejbližších letech příliš velký význam.

5 Rizika

Mezi základní nástroje pro posouzení projektů je řízení rizik. Risk management má význam jak ve fázi přípravy projektů, tak i v jejich průběhu, kdy dochází ke sběru dat, kontrole rizik a jejich průběžnému snižování, ale i po dokončení projektu, kdy jsou rizika naposledy vyhodnocena a údaje o nich se stávají důležitým podkladem pro risk management dalších projektů. Risk management ovlivňuje veškeré oblasti posuzování projektů a do jisté míry nám pomáhá zpřesnit hodnocení projektu zahrnutím pravděpodobnosti vzniku a následných účinků rizik.

Jak to již bývá, také pro riziko neexistuje jedna všeobecná definice, která by pokryla veškeré jeho aspekty. (15) definuje několik možných definicí rizika, například:

- Pravděpodobnost či možnost vzniku ztráty
- Variabilita možných výsledků nebo nejistota jejich dosažení
- Odchýlení skutečných a očekávaných výsledků
- Pravděpodobnost výsledku odlišného od výsledku očekávaného
- Možnost vzniku ztráty nebo zisku (spekulativní riziko)
- Neurčitost spojená s vývojem hodnoty aktiva (investiční riziko). Vhodné pro pochopení investičního rizika je jejich vyjádření v podobě **pozitivního rizika** (naděje vyššího zisku) a **negativního rizika** (hrozba horšího výsledku – ztráty) (5).

5.1 Dělení rizik

Rizika v rámci developerského procesu lze rozdělit do dvou skupin:

- Stálá (fixní) rizika
- Proměnlivá (variabilní) rizika (5)

Fixní rizika je možno zkoumat, předpovídat a přesně definovat na základě vývoje trhu. Závisí na vývoji úrokové míry, realitního trhu a kupní síly na trhu. Tato rizika se dají do velké míry ovlivnit kvalitním přístupem k risk managementu ve fázi přípravy projektu.

Variabilní rizika nastávají zejména v průběhu realizace. Patří sem selhání managementu nebo nedodržení závazků (například vlivem právě selhání managementu nebo nedodržení závazků ze strany některého z partnerů).

Základní dělení rizik v současné literatuře se značně prolíná. Nejběžnější základní rozdělení rizik v oblasti výstavby je zhruba následující:

- Technologická rizika
- Ekonomická rizika
- Rizika selhání lidského faktoru (managementu, ale i jiných pracovníků)
- Riziko vzniku přírodní katastrofy
- Rizika následkem politických rozhodnutí

Takto bychom mohli pokračovat dalším výčtem typů rizik nebo je případně začlenit do již jmenovaných. Pro potřeby této práce není přesné rozdělení všeobecných rizik důležité (zejména pokud uvážíme možnost různých výkladů a popisů podobného dělení), jako rizika specifická a určující právě pro **developerský proces**.

5.2 Rizika developera

Specifická rizika developerských projektů kvalitně formuluje (1). Rozděluje rizika projektů do dvou základních skupin:

- Obchodní rizika
- Právní rizika

Obchodní rizika

Jako první je uvedena otázka schopnosti developera prodat/pronajmout veškeré prostory (potřebné k dosažení požadované míry výnosů). Tímto se dostáváme k pojmu spekulativní výstavba (tedy výstavba bez předem zajištěných finálních investorů). V případě spekulativní výstavby je třeba provést důkladné analýzy, abychom se ujistili, že máme na trhu dostatečný prostor k prodeji nebo pronájmu takového projektu. Také financující banky (v případě úvěru) často požadují záruky, že projekt vytvoří požadované cash flow.

Další rizika, která mají vliv na vytvoření kladných peněžních toků, vyplývají z vývoje cen stavebních prací. Výkyvy v této oblasti mohou i za předpokladu prodeje/pronájmu celého projektu generovat záporné finanční toky. Tato rizika se dají ošetřit smlouvami s generálním dodavatelem stavby, zejména pak učení základních parametrů odpovědnosti za tato rizika. Generální dodavatel a jeho finanční zdraví, velikost, zkušenosti nebo schopnost odhalit a snížit rizika výstavby, mají také značný vliv na celkový výsledek.

Díky účasti zahraničních developerů nebo finálních investorů (v podobě uživatelů prostor) vzniká další možné riziko, a to riziko kurzové. Jednotlivé náklady na výstavbu, na získání finančních prostředků a ceny za prodeje či pronájmy (případně dotace z fondů EU) tak mohou být uvedeny v různých měnách (v prostředí ČR se jedná zejména o měnový pár CZK/EUR). Život developerských projektů často trvá několik let, a tak vývoj kurzů může mít na konečný výsledek vliv v řádech několika procent.

Právní rizika

Mezi právní rizika může patřit problematika smluv, uzavřených s partnery developera (jak bylo uvedeno v předchozích odstavcích). Tato rizika je možno považovat spíše za rizika obchodní, jelikož plynou z obchodních vztahů.

Zásadní právní rizika developerských projektů spočívají v nabývání a vlastnictví nemovitostí, zejména pak pozemků. Pozemkům jsme se věnovali již v kapitole 3.3, kdy

byl zmíněn nástroj právního auditu pozemků. Tento audit právě v risk managementu získává velice důležitou roli. Na vlastnictví pozemků klade důraz také financující banka, která díky zástavnímu právu na pozemek může v případě selhání projektu uspokojit své pohledávky. V případě existence nejasností ve vlastnictví pozemku může být platnost převodu nemovitosti napadena u soudu. To může způsobit krach celého projektu i v případě, že takovéto napadení vlastnických práv k pozemku není odůvodněno reálným (vlastnickým) právem třetí osoby.

Rizika spojená s pozemkem potom nekončí u vlastnických práv. Důležité je také to, aby měl developer k pozemku zajištěn přístup z veřejných komunikací nebo možnost napojení na inženýrské sítě.

Nástrojem k omezení rizika spojeného s vlastnictvím pozemků (nebo přístupem k nim) může být pojištění vlastnického práva. Na jeho základě se pojišťovna zavazuje uhradit vlastníkově, nebo věřiteli zajištěnému zástavním právem, škodu, která mu vznikne z důvodu zpochybnění vlastnického práva třetí osobou. Podmínky takového pojištění, a následná výplata škody mohou být díky charakteru této problematiky značně složité, a nemusí k ní vždy dojít.

Další rizika mohou spočívat v povinnosti strpět provádění archeologického výzkumu, náležitosti související se stavebním povolením, územním rozhodnutím, kolaudačním souhlasem, apod. Zde se může projevit například odpor obyvatel nebo stížnosti ekologů.

5.3 Risk management

Neboli řízení rizik je komplexní proces zjišťování, kontroly, eliminování a minimalizace nejistých událostí, které mohou negativně či pozitivně ovlivnit investici.

(5)

Risk managementu předchází **analýza rizik**, která slouží, jak název napovídá, k odhalení jednotlivých rizik, jejich popsání a následném stanovení protipatření. (15)

Pro potřeby mé práce jsem zahrnul analýzu rizik do kapitoly Risk management, jako nástroj, který je pro řízení rizik esenciální.

5.3.1 Analýza rizik

Mezi základní pojmy analýzy rizik patří: (15)

Aktivum – podobně jako u finanční analýzy je za aktivum požadován hlavní majetek projektu (finanční majetek, nemovitost). V případě developerského projektu je jako aktivum chápán budovaný objekt (nemovitost, chcete-li).

Hrozba – událost, která může záporně nebo kladně ovlivnit průběh projektu. Některé hrozby byly uvedeny v kapitole 5.1.2.

Škoda – vzniká působením hrozby. Snižuje hodnotu aktiva.

Zranitelnost – právě zranitelnost může mít za následek vznik škody, a to působením hrozby. Zranitelnost se dá snižovat (například provedením právního auditu pozemku, čímž předejdeme působením hrozby v podobě neplatnosti vlastnického práva).

Protipatření – proces, který má za úkol eliminovat hrozby, aby projekt neměl pokud možno žádné oblasti zranitelnosti. Zabraňuje se tím vzniku škod.

Riziko – vzniká vzájemným působením hrozby a aktiva. Hrozby, které nepůsobí na aktiva projektu, nezpůsobí škody.

5.3.2 Metody risk managementu

Nástroje, nebo také metody řízení rizik se dají charakterizovat jako postupy vedoucí ke snižování účinků rizik. Patří sem zejména:

Ofenzivní řízení firmy – Tato metoda je založena zejména na kvalitách vrcholných manažerů firmy. Kvalitní materiál na nejvyšších pozicích není v dnešní době jednoduché obstarat, a navíc je nákladný. Mezi základní rysy ofenzivního řízení patří:

- Správná volba rozvojové strategie firmy a její správná implementace ve firmě, vycházející ze strategické analýzy.
- Preference a rozvoj silných stránek firmy.
- Snaha o dosažení pružnosti, a to rychlou reakcí na změny vnitřního prostředí a vnějšího okolí firmy (15)

Retence rizik – Spočívá v tom, že firma čelí téměř neomezenému počtu rizik, a ve většině případů se proti nim nedá nic dělat. Retence rizika může být vědomá či nevědomá. **Vědomá** retence rizika nastává, je-li riziko rozpoznáno, ale nedojde k uplatnění nástrojů na jeho omezení. **Nevědomá** retence znamená, že riziko nebylo rozpoznáno, ale je nevědomě zadrženo. Dále může být retence rizik dobrovolná a nedobrovolná. **Dobrovolná** retence spočívá v rozpoznání existence rizika a tichém souhlasu s převzetím v něm obsažené ztráty. K tomuto dochází, neexistují-li žádné atraktivnější varianty řešení. **Nedobrovolná** retence rizika je uskutečněna v případě, že rizika jsou nevědomě zadržena, nebo tehdy, kdy riziko nemůže být transferováno či redukováno nebo se mu nelze vyhnout.

Redukce rizik – Tato metoda se dělí do dvou skupin podle toho, kdy k ní dochází, tedy zda se soustředíme na **odstranění příčin rizika**, čímž chceme zabránit jeho vzniku, nebo na **snížení nepříznivých důsledků již vzniklého rizika**. K odstranění příčin rizik se většinou používá **přesun rizika** a pro snížení důsledků potom **diverzifikace** nebo **pojištění**. O přesunu rizika jsem se zmínil v kapitole 3.2.4 (z hlediska developera je výhodné přesunout rizika výstavby na generálního dodavatele) a o pojištění byla zmínka v kapitole 5.2 (pojištění vlastnického práva). Diverzifikace je nástroj hojně používaný nejen developery, ale například i investory do kapitálových fondů, a kýmoli jiným, kdo investuje své finanční prostředky. Základní myšlenkou diverzifikace (diverzifikace portfolia) je rozložit riziko na co největší základnu. Jak dále uvádí (15), *klasické pravidlo zní 1/3 majetku ulož do nemovitostí, 1/3 ulož do zlata a uměleckých předmětů a 1/3 podrž v hotovosti*. Podobných pravidel bychom mohli vymyslet nespočet, ale vždy

se řídí základní myšlenkou, že v případě ztráty v jedné oblasti, naše portfolio (chcete-li aktiva) vždy udrží určitou hodnotu. Pokud investujeme veškeré své prostředky do jediného aktiva, riskujeme v případě jeho záporného zhodnocení, že přijdeme o veškeré prostředky.

Diverzifikace rizika však nemusí spočívat pouze v investování do zlata nebo podobně. V oblasti stavebnictví nebo činnosti developera se může jednat o orientaci na více segmentů trhu, a nabízet své produkty (nebo uspokojovat poptávku) širokému spektru investorů.

Dobrým příkladem **přesunu** (transferu) rizika je vytvoření již mnohokrát zmiňované projektové společnosti. Ta potom ručí za závazky (nejen) vůči bankám, a majetek mateřské společnosti developera tedy není zatížen riziky projektu. Závazky vůči bankám jsou potom ošetřeny prostřednictvím zástavního práva na pozemky aj., a aktiva mateřské společnosti developera nejsou ohroženy riziky projektu.

6 Ekonomické hodnocení projektů

Pro potřeby posouzení projektu je třeba vymezit základní postupy a nástroje. Podobná hodnocení projektů lze rozdělit na dvě základní skupiny podle toho, kdy projekt posuzujeme. Tedy před realizací projektu, abychom zjistili, zda je vůbec možno projekt realizovat, a při tom dosáhnout požadovaného cíle. Nebo po jeho dokončení, kdy zpětně vyhodnotíme, zda a v jaké míře jsme tohoto cíle dosáhli.

Průběh posouzení projektu na jeho začátku, tedy v přípravné fázi, byl nastíněn v kapitole 3.1. Pro další potřeby práce budou dále specifikovány nástroje a postupy posouzení projektů v pozdějších fázích realizace, s cílem dopracovat se k finálnímu posouzení projektu po jeho dokončení.

6.1 Základní pojmy

Pro posuzování investičních projektů existuje mnoho různých nástrojů, které při správné skladbě tvoří postupy vhodné pro různé situace. Studium dostupné literatury jsem dospěl k následujícímu postupu.

6.1.1 Cash flow

Neboli **peněžní toky** jsou základní vstupní veličinou pro posuzování investičních projektů. (16) dále rozděluje CF na:

Finanční CF – finanční hotovostní toky odpovídající CF v pojetí Corporate Finance (podnikových financí): jedná se o skutečné příjmy a výdaje finančních prostředků, které plynou z konkrétního projektu investorovi (developerovi). Tyto CF jsou základním vstupem pro hodnocení komerčních projektů.

Výpočet pro finanční CF dle vzorce:

$$CF = Zd + Od - IN + U - Uspl. + D$$

Kde:

Zd	zisk po zdanění
Od	odpisy v daném roce
IN	investiční náklad
U	cizí kapitál opatřený na financování investice
Usp	splátky cizího kapitálu
D	dotace poskytnuté v daném roce

Vzorec 6.1: Finanční CF

Ekonomické CF – ekonomické hotovostní toky jsou všechny s projektem související užítky a náklady (finanční i nefinanční, hmotné i nehmotné, přímé i indukované, vznikající veřejnému investorovi i ostatním subjektům v rámci společnosti). Ekonomické CF představuje další vstupní údaje, o něž je rozšířeno hodnocení veřejných projektů.

Výpočet pro ekonomické CF dle vzorce:

$$CF = Zd + Od - IN + U - Uspl. + D + B$$

Kde:

Zd	zisk po zdanění
Od	odpisy v daném roce
IN	investiční náklad
U	cizí kapitál opatřený na financování investice
Usp	splátky cizího kapitálu
D	dotace poskytnuté v daném roce
B	užítky

Vzorec 6.2: Ekonomické CF

Pro hodnocení ekonomické efektivnosti investování do nemovitostí v rámci developerského projektu ze strany developera nebudeme nadále uvažovat hodnocení

veřejných projektů za relevantní. Hlavní fokus této práce bude směřován na posouzení developerského projektu jako komerční investice.

Před vyjádřením dalších ukazatelů je nezbytné určit zásadní peněžní toky, které v rámci developerských projektů tvoří profil cash flow. CF se dá vypočítat pro určité období (rok, měsíc, apod.). Zjednodušeně lze říci, že CF tvoří výnosy a náklady, přičemž:

$$V - N = CF$$

Kde:

V	.....	výnosy
N	.....	náklady
CF	.....	cash flow

Vzorec 6.3: CF

V případě vytvoření projektové společnosti se profil cash flow stává značně jednodušší. Jak bylo již uvedeno, projektová společnost nemusí mít v podstatě žádný majetek a zaměstnance, nebo pouze ve velice omezené míře. Náklady na provoz, odpisy nebo mzdy potom netvoří velkou část nákladů projektu, a navíc, jejich struktura není nijak složitá. Hlavními náklady tedy bude příprava projektu (veškeré studie, projekt, právní a technologické due diligence, atd.), nákup pozemku, náklady na výstavbu, finanční náklady (úvěr). Výnosy jsou potom tvořeny platbami finálních investorů (zákazníků) za prodeje či pronájmy (určité procento je splaceno již v průběhu výstavby ve formě zálohy). V tomto okamžiku se hodí uvést, že hlavní část výnosů projektu vzniká až ve fázi dokončení, kdy dochází ke kolaudaci nemovitosti a konečným platbám ze strany finálních investorů.

(5) definuje tzv. BEP (angl. *Break Even Point*), v literatuře uváděný také jako bod zvratu nebo nulový bod, kdy projekt vytvoří CF ve výši nákladů, a tedy začíná generovat reálný zisk (kladné CF). V případě prodeje prostor (za předpokladu úspěchu projektu a požadované míry prodeje) dochází vzápětí k BEP, v případě pronájmů je samozřejmě doba návratnosti projektu delší.

Životnost takovýchto investic bývá několik let (10-15), a zejména pak v případě pronájmů se projevuje faktor času. Jak známo, hodnota peněz v čase se mění, tedy určitý objem peněz v současnosti se nerovná stejnému objemu peněz v budoucnu. (5)

Faktor času na hodnotu peněz lze vyjádřit principem úročení, tedy vlivem úrokové míry.

6.1.2 Úročení

Úročení nám určuje časovou hodnotu peněz. Tedy, vyjadřuje určitou míru výnosu z finančních prostředků, které teoreticky investujeme (použijeme na nějaký projekt). Tato teorie se opírá o předpoklad, že pokud použijeme současné finanční prostředky k realizaci projektu, který vytvoří kladné CF (přinese zisk), hodnota těchto prostředků bude tedy v budoucnu vyšší (právě o CF generované po BEP). Pokud bychom tyto prostředky nevyužili a nechali si je tak říkajíc pod polštářem, žádný zisk nám nevytvoří, a v konečném důsledku budou mít nižší hodnotu, než prostředky investované. Tím vzniká potřeba definovat úrokovou míru.

Úroková míra

Neboli procentuální vyjádření části kapitálu (jistiny) za úrokové období. (5)

Vliv úrokové míry lze vyjádřit pomocí odůročitele neboli **diskontní sazby**, jak ji charakterizuje (16):

$$\frac{1}{(1 + r)^i}$$

Vzorec 6.4: Diskontní sazba

Kde:

r	.....	úroková míra
i	.....	rok

IRR

Kvalitní vyjádření úrokové míry je tzv. Vnitřní míra výnosnosti⁶ (IRR – *Internal Rate of return*). Vychází z teorie Čisté současné hodnoty (NPV – *Net Present Value*), kde IRR představuje roční procentuální sazbu zisku (nebo ztráty) projektu, a stanovuje se jako diskontní sazba, při níž se NPV rovná nule. Tedy v BEP, kdy se CF projektu láme ze záporných hodnot do kladných. IRR je pro někoho lépe pochopitelné z následujícího vzorce:

$$NPV = \sum \frac{CF_i}{(1+r)^i} = 0$$

Vzorec 6.5: IRR

Kde:

CF _i	.....	cash flow v jednotlivých letech
r	.....	úroková míra
i	.....	rok

NPV

NPV lze vyjádřit také jako hodnotu projektu. (1) NPV vychází ze současné hodnoty, tedy PV. Současná hodnota je tvořena výnosy projektu očištěnými o úrokovou míru. Výpočet NPV je potom následující: (8)

$$NPV = PV - IC$$

Vzorec 6.6: NPV

Kde:

NPV	.....	Čistá současná hodnota
PV	.....	Současná hodnota
IC	.....	Investiční náklady

⁶ V české literatuře též Vnitřní výnosové procento

6.2 Metody hodnocení efektivnosti investic

6.2.1 Metoda výnosnosti projektu

Jedná se o statickou metodu (nezohledňuje rozložení zisku v čase). Vychází z předpokladu, že jednorázová investice do projektu bude přinášet konstantní příjem po celou dobu životnosti investice (která se předpokládá jako nekonečná), a to ve výši tzv. yieldu. Ten se stanoví jako diskontní sazba (úroková míra), při níž nekonečná řada budoucích čistých příjmů projektu má současnou hodnotu odpovídající celkové výši investice. (1)

6.2.2. Metoda doby splatnosti

Vyjadřuje období, za které CF projektu vytvoří hodnotu rovnající se původním nákladům investice. Doby návratnosti je dosaženo v BEP (viz kapitola 6.1.1). Jedná se též o statickou metodu, a navíc nezohledňuje výnosy po dosažení BEP. (5)

6.2.3 Metoda čisté současné hodnoty

Metoda využívající NPV je dynamická metoda, tedy zohledňuje časovou hodnotu peněz. NPV vyjadřuje rozdíl mezi současnou hodnotou očekávaných výnosů a náklady na investici (cash flow). Obecně lze říci, že v BEP vytvoří projekt nulovou NPV. Při hodnocení (srovnání) více projektů je potom nejvýhodnější projekt s nejvyšší NPV. (5)

6.2.4. Metoda vnitřního výnosového procenta

Metoda IRR je opět dynamickou metodou. Vychází z koncepce čisté současné hodnoty. IRR vyjadřuje úrokovou míru projektu, při které CF projektu vytvoří nulovou NPV, tedy čisté příjmy se rovnají nákladům na investici. Při financování projektu prostřednictvím úvěru by mělo být IRR vyšší, než sazba úroků z úvěru.

7 Trh nemovitostí

V této kapitole rozeberu situaci na trhu nemovitostí, zejména pak kancelářských, obchodních a rezidenčních prostor. Tento záběr byl vybrán s ohledem na charakter developerského projektu posuzovaného v následujících kapitolách mé práce. Popisují trh v České republice s důrazem na relevantní oblast, tedy okres Brno-město.

7.1 Základní pojmy

Trh nemovitostí neboli realitní trh je trhem, na kterém se uskutečňují všechny transakce spojené s transferem vlastnických práv k pozemkům a budovám. (5) Tento trh je součástí tržního systému jako celku, navzájem ho ovlivňuje a je jím také ovlivňován. Trh nemovitostí, jako jakýkoli jiný trh, je řízen vývojem nabídky a poptávky.

7.1.1 Nabídka a poptávka

Nabídka na tomto trhu představuje subjekty, které svou činností produkují, nebo obchodují s nemovitostmi. Jsou to zpravidla stavební firmy, developeři, realitní kanceláře nebo majitelé těchto nemovitostí, kteří je chtějí prodat.

Na straně poptávky stojí nejčastěji koneční uživatelé, tedy budoucí vlastníci nebo pronajímatelé. Jejich záměry se také značně liší. Mohou mít zájem o užívání nemovitosti, její pronájem nebo další prodej.

Jak ze strany nabídky, tak poptávky je třeba rozlišit na trh uživatelů a investiční trh, přičemž trh s pronájmy se týká pouze uživatelů a trh prodeje nemovitostí je určen také pro investory, čímž se stává podmnožinou investičního trhu. (5) Právě investiční trh se tak stává polem působnosti developerů.

7.1.2 Druhy nemovitostí

Pro potřeby analýzy trhu nemovitostí si dovolím jednotlivé druhy nemovitostí v rámci trhu v ČR rozdělit podobně jako (5), a to následovně:

- Rezidenční objekty

Budovy určené k bydlení. Patří sem rodinné domy, byty, popřípadě reprezentativní apartmány a byty vyššího standardu.

- Komerční objekty

Kam patří kancelářské a obchodní prostory.

- Provozní (průmyslové) objekty

Tedy objekty pro výrobu, sklady, apod. Většinou se jedná o haly.

- Objekty určené pro rekreaci

Hotely, sportovní areály, golfové hřiště, a jiné rekreační areály. Tyto objekty mohou být součástí rezidenčních celků nebo jako doplněk k průmyslovým zónám.

- Pozemky

Pozemky jsou jako produkt v rámci trhu nemovitostí svým charakterem nedílnou součástí každého projektu. Ke stavbě jakéhokoli objektu jsou pozemky nezbytné. Díky značné míře zastavěnosti v oblasti velkých měst, zejména pak v centrech a lukrativních lokalitách, tvoří pozemky často značnou část ceny celého projektu, a získat kvalitní pozemek za přijatelné prostředky se stává jedním z klíčových kroků na cestě k úspěšnému projektu.

7.2 Analýza trhu nemovitostí

Jak již bylo řečeno, realitní trh je nedílnou součástí tržního systému jako celku. Tím pádem je na něm závislý, a zároveň ho sám ovlivňuje.

7.2.1 Současná situace trhu nemovitostí v ČR

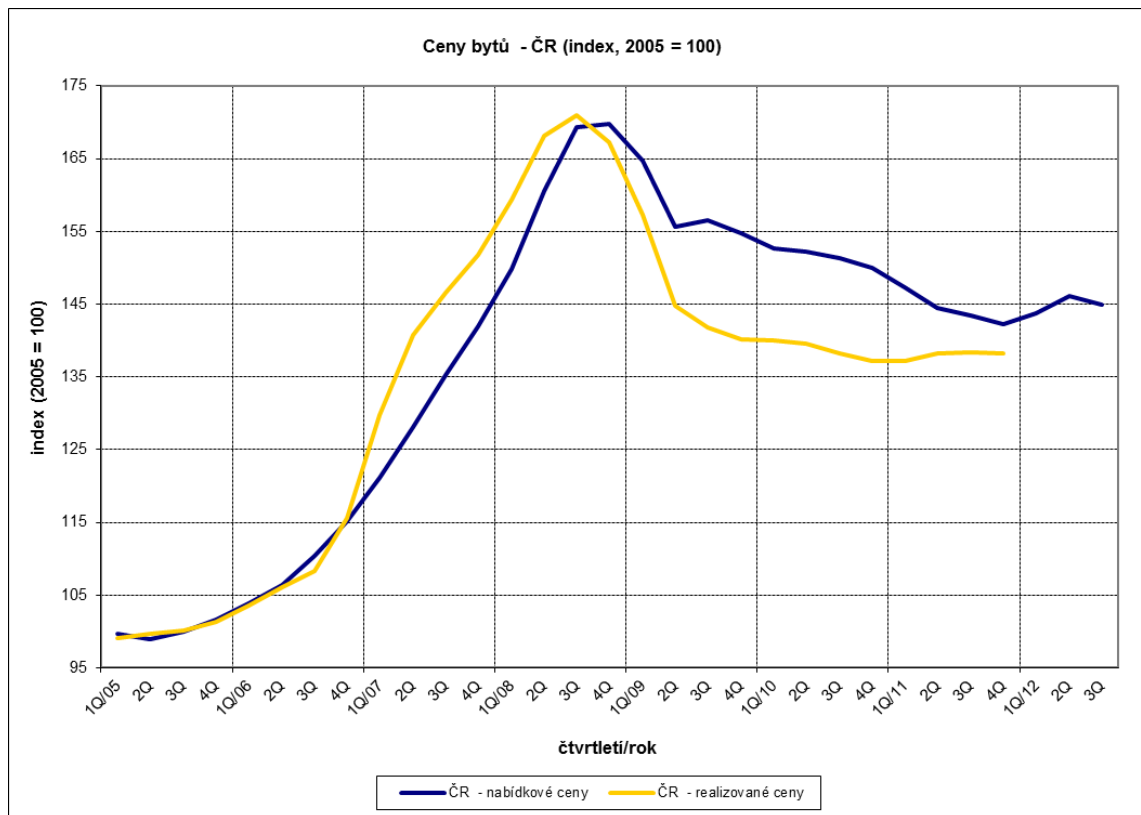
Trh nemovitostí byl v posledních několika letech zasažen krizí. Trh nemovitostí a stavebnictví jako oblast průmyslu označují odborníci za indikátory výkonnosti ekonomiky. Toto tvrzení plyne z jednoduchého předpokladu. Pokud se ekonomice daří, investoři mají dostatek finančních prostředků k nákupu nemovitostí, čímž je podpořena také aktivita stavebního průmyslu. Ať už byla krize v České republice způsobena závislostí na okolních hospodářsky silných zemích, krizí důvěry nebo kombinací více faktorů, výsledek bude stejný. Aktivita na trhu nemovitostí byla utlumena.

Jedním z vypovídajících ukazatelů je takzvaná **Míra neobsazenosti** (Vacancy Rate). Tento ukazatel vyjadřuje míru nabízených neobsazených prostor pro určitou oblast (v %) a používá se zejména pro oblast komerčních prostor.

Míra neobsazenosti kancelářských prostor v prvním kvartále roku 2012 stoupla. Podílil se na tom zejména Plzeňský a jihomoravský kraj.

V polovině krajů je Vacancy Rate na nulové úrovni. Největší hodnoty dosahuje ve Středočeském kraji (16,8%), v Jihomoravském (9,8%), v Praze (8,4%). (17) V Brně potom 14,6%. (18)

Stejná situace nastala i u rezidenčních projektů. Vlivem krize hospodářství v ČR začala nabídka převyšovat poptávku. Krize nastala velice rychle, avšak už rozeběhnuté projekty nebylo možné zastavit. Z ekonomie je známo, že s rostoucí nabídkou zákonitě klesá cena. Stejně tomu bylo také v případě bytů, jak vyplývá z následujícího grafu vývoje cen bytů podle Českého statistického úřadu. (19)



Graf 7.1: Vývoj cen bytů v období let 2005-2012

Snížení cen v konečném důsledku podporuje dostupnost bydlení. Stejně tak finanční domy poskytující hypotéky na koupi nových bytů (80% kupujících financuje byt hypotečním úvěrem) byly nuceny snížit své úrokové sazby u hypotečních úvěrů. Ty klesly v průměru pod 4%. Ve srovnání let 2010 a 2011 byl zaznamenán nárůst objemu hypoték až o 40%. Tyto údaje naznačují jisté změny k lepšímu, čemuž napovídá i nárůst výstavby nových bytů (Karlovy Vary a Jihočeský kraj o cca 20%). (20)

Kladný vývoj byl zaznamenán také u kanceláří. V roce 2011 byl zaznamenán nárůst objemu pronájmů i investic, avšak pro rok 2012 nejsou odhady nijak optimistické. Hlavními důvody jsou očekávaný vývoj hrubého domácího produktu a snížená ochota bank v takto nejisté době poskytovat prostředky developerům. Případní nájemníci a

investoři ze všech možných odvětví nemají jistotu ve svém dalším růstu, a tak se ani nebudou hrnout do nových prostor.

7.2.2 Trh nemovitostí v Brně

Trh nemovitostí v ČR, zvláště pak komerčních prostor a výstavby v rámci developerských projektů je značně odlišný v jednotlivých krajích. V Praze je potom do značné míry odlišný od zbytku území, a více či méně určuje kurz a stav celé ČR (ve vyjádření pomocí ukazatelů). Proto pro analýzu možností projektu posuzovaného v mé práci je třeba analyzovat čistě trh v Brně, případně jeho okolí bez zkreslení vývojem právě v hlavním městě.

Brněnský realitní trh má svá specifika. Ve srovnání s hlavním městem je brněnský trh značně konzervativní. To může být způsobeno nejasnostmi okolo rychlostní silnice R43, odsunu brněnského nádraží nebo neexistence nového územního plánu pro další rozvoj. Mezi důsledky konzervativního přístupu patří také méně výrazné projevy útlumu celého trhu, a tedy pomalejší klesání cen bytů. (21) Má to však neblahý vliv na možnosti získávání nových pozemků, zvláště pak v centru Brna, což do jisté míry tlačí na zvyšování cen těchto pozemků.

Velkou výhodou brněnského trhu je jeho (v porovnání např. s Prahou) jeho menší rozvinutost v oblasti komerčních prostor. Toho využila společnost CTP, která je hlavním hráčem na trhu právě v Brně. Dokázala to také díky vybudování CTZone v areálu bývalých škrobáren. Tato průmyslová zóna začala vznikat již v roce 2006. V současnosti probíhají práce na rozšíření CTZone o dalších 10 000 čtverečních metrů kancelářských a obchodních ploch a zároveň rozšíření sítě CTParků v Brně, na Černovické terase.

V uplynulém čtvrtletí (3Q 2012) si firmy pronajaly v Jihomoravském kraji 127 čtverečních metrů průmyslových ploch, což je stejná plocha jako v celé ČR. Drtivá většina těchto pronájmů byla uskutečněna přímo v Brně. Výstavba v tomto období dosáhla 142 tisíc čtverečních metrů (ve srovnání se stejným obdobím roku předchozího je

to nárůst o 74%), z čehož 75% realizovala firma CTP ve svém parku CTPark Brno II. (22)

Podle společnosti DTZ⁷ je s výrobním sektorem provázána poptávka po administrativních prostorách, což se prokazuje v oblasti Brna právě nízkou mírou neobsazenosti kanceláří. „Propojení obou segmentů a úspěch při pronajímání kancelářských prostor jsou zřejmé při pohledu na výčet největších nájemců z poslední doby – IBM, Honeywell, FEI, Cisco Systems či Red Hat,“ říká hlavní analytička DTZ Lenka Šindelářová. (23)

Další z výhod Brna je vysoká úroveň vysokého školství, které produkuje značné množství vzdělaných pracovníků ve všech oborech. Díky zájmu velkých firem vzniká následně prostor pro další dodavatele či poskytovatele poradenství a jiných druhů služeb.

Předchozí tvrzení dokládá pronájem 30 300 čtverečních metrů kancelářských ploch v Brně za první pololetí roku 2012, tedy téměř stejné množství, jako uplynulý rok. (23)

S rozvojem technologických parků a kanceláří vznikají nároky na bytové prostory. To může být novým stimulem pro developery a jejich činnost oblasti rezidenčních projektů. Další vývoj v Brně určitě do jisté míry závisí také na budoucnosti ambiciózního projektu tzv. **Jižního centra**.

Takzvané Jižní centrum je oblast mezi ulicí Nové Sady, Nádražní a Benešovou ze severozápadní části, ulice Koliště a Dornych ze severovýchodní části, dále těleso nákladového nádraží Brno-Komárov z jihovýchodní části a konečně koryto řeky Svratky z jihozápadní části.

⁷ Mezinárodní poradenská společnost v oblasti nemovitostí
(http://www.dtz.com/Czech_Republic?vgnLocale=cs_CZ)

Jižní centrum Brno, a. s.

Tato společnost byla založena v roce 1994 městem Brnem, jako stoprocentním akcionářem, za účelem realizace projektu Jižní centrum.

Tak jako v ostatních městech v Evropě a všude ve světě, historická centra měst se stávají nedostačující pro potřeby dalšího urbanistického rozvoje. Sídla rostoucích firem vyžadují moderní technologické zázemí, přibývá zastoupení regionálních, státních i nadnárodních institucí, moderní nákupní a společenská centra si žádají přímé propojení s obytnými komplexy a to vše nelze v dostatečné kapacitě do historického jádra ani do architektonicky stabilizovaného území centrální zóny Brna vměstnat. Proto se Brno rozhodlo zbudovat v sousedství svého historického jádra nové Jižní centrum. (24)

Jednou ze základních myšlenek tohoto ambiciózního projektu je propojení segmentů realitního trhu, tedy obchodních center, kanceláří i bydlení. Cílem by tedy nemělo být vytvoření další průmyslové zóny, která se přes noc stane městem bez lidí.

Oblast Jižního centra byla poznamenána značně složitou situací z hlediska vlastnických práv k pozemkům, což byla také jeden z impulzů k vytvoření akciové společnosti. V minulých letech bylo Jižní centrum spojenou s kontroverzní otázkou přesunu nádraží, proti kterému se zvedla jistá vlna odporu, a k žádnému přesunu nedošlo. Navíc současné době nemá jak Brno, tak Ministerstvo dopravy ČR potřebných 20 miliard korun a není jisté, zda do roku 2020 získá dotace z EU.

Ve světle těchto skutečností je stavba nového nádraží a další rozvoj Jižního centra nejasný. Navíc kroky brněnských politiků v podobě možného zrušení společnosti Jižní centrum a.s. a jeho fúzí s další firmou města, Brněnskými komunikacemi, naznačuje postoj radních. (25)

Bez ohledu na tyto skutečnosti se brněnské Jižní centrum rozvíjí vlastní cestou a v krátko- až střednědobém horizontu slibuje další rozvoj v oblasti developerských projektů.

Součástí Jižního centra je také lokalita Pražákova, jejíž dominantou se zanedlouho stane ambiciózní projekt AZ-Tower. Tato multifunkční budova je ideálním ztělesněním hlavních myšlenek projektu nového brněnského centra. Tento projekt tvoří svým charakterem ucelený soubor, obsahující obchodní prostory kanceláře a luxusní bydlení. Svou výškou 111 m apeluje na pozici dominanty nově vznikajícího města, a jeho prestižním charakterem je podtržena jeho prestiž.

8 Charakteristika společnosti Prosperity s.r.o.

Společnost **Prosperity s.r.o.** byla založena v roce 1999, se základním kapitálem 100 000 Kč a zabývá se developerskou činností. A to jak v oblasti rezidenčních budov, kam patří bytové a rodinné domy, ale i prostory kancelářské nebo obchodní a polyfunkční komplexy, které nabízejí různé kombinace.

Jednotlivé projekty jsou realizovány prostřednictvím dceřiných společností – projektových společností.

8.1 Realizované projekty

Z pohledu hodnocení projektu AZ Tower, je třeba zmínit zejména

Bytový a obchodní komplex Eden, a to ve 2 etapách:

I. Etapa

Tato etapa byla zahájena v dubnu 2006 a ukončena byla v červnu 2008. Jedná se o polyfunkční komplex v Brně, Králově poli, v I. etapě se 134 jednotkami. Z toho 114 bytových, 12 obchodních, 4 kancelářských jednotek typu open space, každá o výměře 250 m² a 6 dalších samostatných kanceláří. Součástí projektu jsou také parkovací stání, a to 81 krytých garážových stání v 1.PP a venkovní parkovací stání pro veřejnost a zákazníky v těsné blízkosti komplexu. Veškeré prostory jsou určeny k prodeji do osobního vlastnictví.

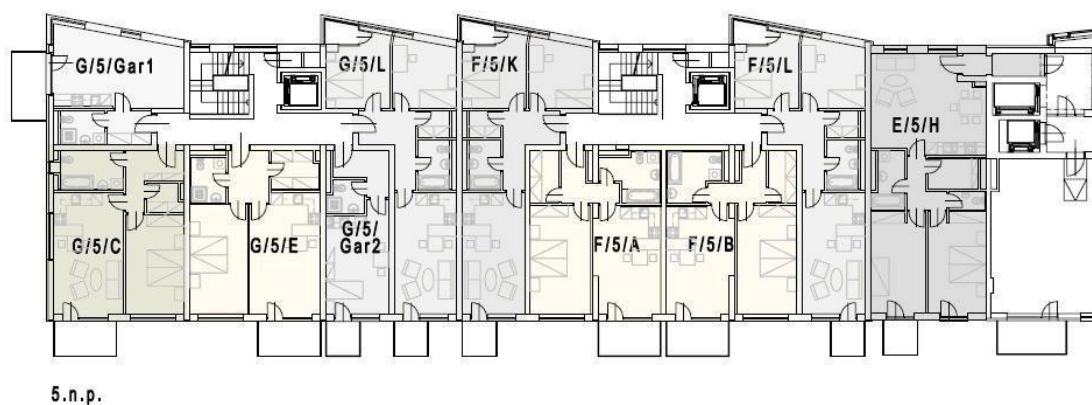


Obrázek 8.1: Vizualizace 1.PP Garážová stání

II. Etapa

II. Etapa výstavby byla zahájena v roce 2008. Součástí této etapy je 52 bytových jednotek od 1+kk po mezonety 4+kk. V 1.PP se nachází 84 parkovacích stání a v 1.NP 9 obchodních jednotek k pronájmu včetně restaurace a kavárny. Veškeré prostory kromě jednotek v 1.NP jsou určeny k prodeji do osobního vlastnictví.

Stavební technologie budovy je navržena jako železobetonový skelet s vyzdívkou z keramických tvárnic tloušťky 400 mm.



Obrázek 8.2: Vizualizace 5.NP Typové podlaží

Obě etapy realizace projektu Eden byly provedeny prostřednictvím dceřiné společnosti Eden Property s.r.o.

Další již ukončené projekty společnosti Property byly většinou zaměřeny na rezidenční budovy, tedy **bytové a rodinné domy**.

Rodinné domy v lokalitě Černé hory

Výstavba 12 RD samostatných a dvojdomků 20 km severně od Brna v obci Bořitov, typu 4+kk+garáž.



Obrázek 8.3: Vizualizace RD v lokalitě Černé hory

Bytový dům Žabovřesky

Výstavba bytového domu se 46 jednotkami, z toho 44 bytovými, s výměrou 40,2 m² – 105,6 m² a 2 obchodními či kancelářskými prostory a parkováním v suterénu a v těsné blízkosti objektu.



Obrázek 8.4: Vizualizace RD v lokalitě Černé hory

8.2 Probíhající projekty

V současné době společnost Prosperity realizuje 3 projekty polyfunkčních budov:

Polyfunkční dům Vinařská

Představuje exklusivní bydlení v Masarykově čtvrti na ulici Vinařská. Jedná se o 17 bytových jednotek, 4 kancelářské jednotky o výměře 770 m², 22 parkovacích stání v suterénu a 6 venkovních parkovacích míst.



Obrázek 8.5: Vizualizace projektu Polyfunkční dům Vinařská

Nový Tuzex

Jedná se o rekonstrukci a přestavbu stávající budovy bývalého Tuzexu u Brněnského výstaviště. V komplexu se nachází výstavní a prodejní plochy včetně skladových a kancelářských prostor. Velikou výhodou komplexu je snadná dostupnost automobilem i hromadné dopravy.

Ceny pronájmů prostor: (ceny bez DPH)

Kancelářské prostory – od 3 200 Kč/m²/rok

Obchodní prostory – od 2 500 Kč/m²/rok

Skladovací prostory – od 1 500 Kč/m²/rok

Ceny se odvíjí od velikosti pronajatých prostor (5-1 500 m²).

Prostory budou volné od května 2012.



Obrázek 8.6: Vizualizace projektu Nový Tuzex

AZ Tower

Pro potřeby této práce byl vybrán projekt polyfunkční budovy AZ Tower z několika důvodů. Zejména proto, že projekt svým charakterem sahá za hranice běžných investičních projektů realizovaných v oblasti realit a developmentu. Jedná se o značně exkluzivní stavbu jak svým architektonickým řešením, tak ambicemi stát se nejvyšší budovou v České republice. Stavba vyrůstá v nově vznikajícím jižním centru v Brně, kterému se přezdívá brněnský Manhattan. Tyto vlastnosti jsou vynikajícím předpokladem k tomu, aby měl projekt úspěch, a zapsal se do povědomí odborných i veřejných kruhů.

9 Projekt polyfunkční budovy AZ-Tower

Výstavba byla oficiálně zahájena 20. Dubna 2011 generálním dodavatelem, společností PSJ. Budova o třiceti podlažích bude po dokončení dosahovat výšky 111 m, čímž se stane nejvyšší budovou v ČR. Dokončení je plánováno na měsíc květen 2013.

Budova bude složena ze dvou bloků, mezi které bude vložen tubus s komunikačním jádrem - schodištěm a výtahovými šachtami. Ve dvou podzemních patrech se nachází parkovací stání pro 265 automobilů. V přízemí bude autosalon, atrium s recepcí, obchody, kavárna, zasedací sály a archiv a ve třetím patře vznikne restaurace. V horních šesti patrech je plánováno 12 exkluzivních bytových jednotek. Ostatní patra jsou určena pro administrativní a komerční prostory.

Důležitým prvkem budovy AZ Tower je také vztah životnímu prostředí, zejména díky důrazu na energetickou úspornost. Té je docíleno použitím speciálních technologií, u nás zcela jedinečných. Jmenovitě se jedná o třicetimetrové hloubkové energetické piloty, které budou díky tepelným čerpadlům v zimě jímat teplo a v létě ochlazovat spodní 3 patra. Unikátní je také kombinace přirozeného a nuceného větrání ve výškové části budovy. Ta umožňuje noční provětrávání a ochlazování pomocí servomotorů, ale také otevření jednotlivých oken obyvateli budovy. Celou jižní fasádu výtahové šachty o celkové ploše sedm set metrů čtverečních pokryjí fotovoltaické panely, které budou sloužit jako zdroj elektrické energie a dodávat ji do společných prostor.

9.1 Popis investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower

9.1.1 Projektová společnost

Pro realizaci projektu AZ Tower byla vytvořena dceřiná společnost s názvem **AZ Prosperity s.r.o.** Tato společnost funguje ve složení 4 pracovníků, z toho jsou 3 techničtí pracovníci a sekretářka. Pro potřeby účetnictví byl najat externí účetní. Pro zajištění veškerých smluvních a právních vztahů při realizaci projektu je využíváno služeb externích právních poradců.

9.1.2 Celkový předpokládaný výnos projektu

Veškeré jednotky v budově jsou určeny primárně k prodeji. Pronájmy jsou podle podmínek společnosti Prosperity možné pouze v dlouhodobém horizontu (cca 10 let) kvůli dlouhodobé návratnosti v případě pronájmu.

Základní ceny za dané prostory stavby:

a)	Kancelářské prostory	50.000,-Kč/m ²
b)	Obchodní plochy	55.000,-Kč/m ²
c)	Kavárna a restaurace	40.000,-Kč/m ²
d)	Autosalon a autoservis	pevná cena 80.000.000,-Kč
e)	Zasedací sály	40.000,-Kč/m ²
f)	Apartmány	63.000,-Kč/m ²
g)	Parkovací stání	350.000,-Kč/jedn.

Struktura jednotek určených k prodeji je následující:

Popis			Kč/m2	Kč celkem
Autosalon + Autoservis - celkem:	3467		pevná cena	60 000 000
Obchody	938	m2	55 000	51 590 000
Apartmány	1397	m2	63 000	88 011 000
Kanceláře	10835	m2	50 000	541 750 000
Zasedací sály a Hala	457	m2	38 000	17 366 000
Kavárna a Restaurace	599	m2	40 000	23 960 000
Podzemní parkovací stání	266,5	jedn.	350 000	93 275 000
Átrium - celkem	597	m2		
Recepce	34,07	m2		
Celkem				875 952 000

Tabulka 9.1: Struktura jednotek

Ceny uvedené u jednotlivých typů prostor jsou na základě studií provedených v přípravné fázi projektu. Během života projektu se tyto ceny mění v závislosti na poptávce a stavu realitního trhu.

9.1.3 Celkové předpokládané náklady projektu

Náklady projektu jsou rozděleny do několika skupin. Jedná se o:

Investiční výdaje

- Náklady na přípravu projektu – vyřízení stavebního povolení, územního rozhodnutí, studie, zajištění pozemků, výběr dodavatelů.
- Náklady na nákup pozemku
- Náklady na projektovou dokumentaci – studie stavby, projekt pro územní rozhodnutí a stavební povolení, prováděcí projekt
- Stavební náklady

Struktura investičních nákladů je znázorněna následující tabulkou

Náklady na přípravu projektu	800 000
Prodejní náklady	12 000 000
Náklady na nákup pozemku	45 000 000
Náklady na projektovou dokumentaci	44 000 000
Stavební náklady	577 000 000 (viz příloha č. 1)
<hr/>	
Celkem	678 800 000

Tabulka 9.2: Očekávané příjmy

Provozní výdaje

Celkové provozní výdaje projektu byly určeny na 3 000 000 Kč a jsou tvořeny:

- Provoz kanceláří
- Automobil
- Marketing
- Ostatní

Mzdové výdaje

Struktura zaměstnanců projektové společnosti byla uvedena v kapitole 9.1.1. Celkové mzdové náklady projektu činí 8 698 000 Kč.

Náklady na cizí kapitál

Financování projektu kombinuje vlastní kapitál, bankovní úvěr a příjmy z předprodejů prostor. Tato kombinace umožňuje developerovi značně snížit potřebu kapitálu a snižuje požadavky na objem bankovního úvěru. Náklady na cizí kapitál jsou odhadovány na 17 000 000 Kč.

9.2 Financování projektu AZ Tower

Projekt je financován prostřednictvím tzv. projektového financování (kapitola 4.3.1). Jedná se tedy o kombinaci čerpání bankovního úvěru a vlastních prostředků.

Celkové vlastní finanční zdroje, které developer do projektu vloží, jsou ve výši 31,5% celkových nákladů na realizaci, tj, 215 mil. Kč.

Další potřebné finanční prostředky budou do projektu vloženy prostřednictvím developerského úvěru ve výši 400 mil. Kč se splatností 24 měsíců, které banka poskytne po proinvestování vlastních 150 mil. Kč. Částka zbývajících do výše stavebních nákladů je tvořena pozastávkami dodavatelům, které budou uvolněny po dokončení díla, kolaudaci a uplynutí záruky. Investor předpokládá reálnou výši úrokové sazby 5%.

Dále bude poskytnutý úvěr během výstavby ponížen o 10%, což je běžná výše dodavatelských pozastávek. Do dvou měsíců od dokončení a předání projektu budou investorovi zaplacený prodané jednotky, parkovací stání a autosalon, což pokryje právě tyto nezaplacené pozastávky.

Po vyčerpání a splacení úvěru (po dokončení stavby dodavatelem a předání developerovi) jsou výnosy projektu tvořeny výhradně prodejem prostor finálním investorům, a to následujícím způsobem:

Zákazníci zaplatí rezervační poplatek 350 tis. Kč. Do měsíce od zaplacení této částky je uzavřena smlouva o smlouvě budoucí kupní, a je zaplacená zálohová částka ve výši minimálně 10% z celkové ceny za jednotku. Po provedení dalšího podlaží nad příslušnou jednotkou zaplatí zákazník minimálně dalších 10%, přičemž tyto 2 zálohové částky tvoří dohromady 30% z celkové ceny v průběhu prvního roku výstavby, resp. 70% v druhém roce. Zbytek ceny je doplacen po dokončení, kdy je sepsána kupní smlouva na základě smlouvy o smlouvě budoucí kupní a jednotka je předána do užívání finálnímu investorovi.

9.2.1 Poskytnutý bankovní úvěr

Jediný finanční dům, který měl dostatek finančních prostředků pro poskytnutí úvěru na realizaci polyfunkční budovy AZ-Tower, byla banka UniCredit Bank. Pro projekt je vytvořen jeden projektový účet vedený v UniCredit Bank. Z tohoto účtu je čerpán úvěr, a zároveň jsou na něj ukládány zálohové platby od finálních investorů. Tím je úvěr postupně splácen.

Splatnost úvěru byla stanovena na 24 měsíců (doba výstavby), plus případně další 3 roky na doprodej jednotek, s možností splatit kdykoli úvěr nebo jeho část i v rámci jediné splátky.

Úroková sazba je stanovena jako součet úrokové marže ve výši 3,1% a ceny zdrojů. Tedy $\text{PRIBOR}^8 + 3,1\%$.

Poplatek za poskytnutí úvěru činí 300 000 Kč.

Náklady na cizí kapitál můžeme, při uvažování 2 splátek s konstantní anuitou, určit následovně:

$$A = \frac{(1+r)^n * r}{(1+r)^n - 1} * D$$

Vzorec 9.1: Anuita

Kde:

A	.....	anuita
r	.....	úroková sazba
n	.....	počet let (splatnost)
D	.....	výše dluhu (zůstatek)

⁸ PRIBOR (Prague InterBank Offer Rate) neboli pražská mezibankovní nabídková sazba - Jedná se o úrokovou sazbu, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry na českém mezibankovním trhu.

9.3 Posouzení investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower

Při posuzování jednotlivých projektů je třeba brát v úvahu jedinečné vlastnosti každého jednoho projektu. Existuje celé spektrum nástrojů posouzení, je však třeba zvážit, které postupy a nástroje přináší relevantní výsledky. Před určením postupu posouzení investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower je třeba vymezit jeho základní charakteristiky.

Doba trvání/návratnosti

Projekt je určen primárně k prodeji jednotlivých prostor koncovým zákazníkům, a to na základě smluv o smlouvách budoucích kupních, za předpokladu procenta předprodejů (kapitola 4.3.1) na úrovni 30% v okamžiku zahájení výstavby. Tímto se projekt stává značně krátkodobou záležitostí, zvláště pak ve srovnání s jinými polyfunkčními komplexy nebo kancelářskými budovami, které jsou většinou určeny k pronájmu, nebo dokonce založeny na spekulativní výstavbě (kapitola 5.2). Celková doba trvání projektu (od zahájení výstavby po prodej) je stanovena na méně než 3 roky, přičemž samotná výstavba podle plánu developera potrvá 2 roky. Podle propočtů developera by doba návratnosti v případě pronájmu prostor stoupla na 10 let (v případě plné obsazenosti). Těmito skutečnostmi je značně ovlivněn vliv diskontního faktoru.

Úroková míra

Úroková míra ve smyslu časové hodnoty peněz hraje roli u všech investičních projektů. Některé projekty jsou však díky svému charakteru ovlivněny méně, respektive vliv úročení a časové hodnoty peněz se stávají více či méně irelevantní. Jedná se zejména o krátkodobý charakter projektu, díky kterému se faktor úročení, chcete-li diskontní sazba, téměř neprojeví. Jak plyne z vzorce 6.4 v kapitole 6.1.2, tento faktor má tím větší účinek, čím delší je doba trvání projektu.

Metody posouzení

Pokud bychom si měli vybrat z metod posouzení ekonomické efektivity, které byly nastíněny v kapitole 6.2, je zjevné, že statické metody zde nenajdou takřka žádné uplatnění. Oproti tomu metody dynamické, tedy určení NPV a IRR, mohou přinést jisté relevantní výsledky.

9.3.1 Postup posouzení projektu

Pro posouzení projektu je třeba definovat přesný postup, určit vstupní údaje a jejich následnou aplikaci.

Některé vstupní údaje byly uvedeny v kapitole 9.1, kde byly uvažovány teoretické výnosy a náklady projektu. V současné době, kdy projekt značně pokročil, a jsou známy údaje o jeho průběhu (zejména stav předprodejů jednotek), můžeme posouzení značně zpřesnit, a také lépe určit další vývoj projektu. Další postup posouzení lze rozdělit do 2 kroků:

- Cash flow – CF je základní vstup, od kterého se odvíjí veškeré následné kroky. Peněžní toky nejlépe zobrazují pohyb finančních prostředků vlivem výdajů na výstavbu nebo provoz projektové společnosti na straně jedné, a na straně druhé příjmy v podobě záloh z prodejů jednotlivých částí projektu.
- Hodnocení pomocí dynamických metod (NPV, IRR) – celkový výsledek projektu bude znám již ze samotného výkazu CF, na jehož konci bude zjevné, zda projekt vytvoří kladnou či zápornou hodnotu. Výpočet jednotlivých ukazatelů potom slouží pro případné srovnání s jinými projekty nebo jako příklad pro další podobné projekty.

9.3.2 Výkaz CF

Základním vstupním údajem se nyní stává Výkaz CF (příloha č. 2). Tento dokument znázorňuje veškeré finanční toky projektu v jednotlivých měsících jeho života. Pro

pochopení následujícího textu je nezbytné nahlížení do výkazu CF. Tato kapitola slouží k popisu dosavadního průběhu CF a určení dalšího pravděpodobného vývoje (včetně zdůvodnění) pro relevantní posouzení projektu. Pro určení peněžních toků je třeba stanovit jednotlivé kladné a záporné peněžní toky.

Výdaje

Na straně výdajů stojí mzdové, provozní a investiční výdaje, a v neposlední řadě náklady na cizí kapitál.

Náklady na cizí kapitál závisí na úvěrové smlouvě a podmínkách banky. V případě projektů s podobně krátkou dobou splatnosti, jako je tomu zde, lze předpokládat značně výhodné podmínky pro developera. Pro potřeby mé práce uvažuji hodnotu úrokové marže banky 3,1% a sazbu PRIBOR (jako cenu zdrojů) ve výši 0,79, tedy na dobu 9 měsíců. Výsledná úroková sazba tedy vychází **3,89%**.

Při uvažování 2 konstantních anuitních splátek (podle vzorce 9.1), a poplatku za poskytnutí úvěru 300 000 Kč, je struktura nákladů na cizí kapitál následující:

	Kč
Splátky	17 331 480
Poplatky	300 000
Celkem	17 631 480

Samotné výdaje na projekt jsou následující (výťah z CF):

Mzdové výdaje

Mzdové výdaje		
Techničtí pracovníci		4 984 800
<i>Hrubá mzda</i>		<i>3 720 000</i>
<i>34% zdravotní a sociální pojištění</i>		<i>1 264 800</i>
Sekretářka		603 000
<i>Hrubá mzda</i>		<i>465 000</i>
<i>34% zdravotní a sociální pojištění</i>		<i>158 100</i>
Právní servis		800 000
Externí účetní		310 000
Externí činnost - posudky a zprávy		2 000 000
CELKOVÉ MZDOVÉ VÝDAJE		8 697 800

Tabulka 9.3: Mzdové výdaje

Provozní výdaje

Provozní výdaje		
Provoz kanceláří		828 700
<i>Kancelářský a režijní materiál</i>		<i>173 800</i>
<i>Spotřeba energie + služby</i>		<i>412 800</i>
<i>Opravy, údržba, úklid</i>		<i>39 900</i>
<i>Telekomunikační náklady</i>		<i>171 200</i>
<i>Ostatní (pojištění, atd.)</i>		<i>31 000</i>
Automobil		566 300
<i>Leasing</i>		<i>434 000</i>
<i>Pohonné hmoty</i>		<i>93 000</i>
<i>Opravy a údržba</i>		<i>14 500</i>
<i>Pojištění</i>		<i>24 800</i>
Marketing		1 500 000
<i>Reklama v médiích</i>		<i>830 000</i>
<i>Pronájem reklamních ploch</i>		<i>670 000</i>
Ostatní		107 200
CELKOVÉ PROVOZNÍ VÝDAJE		3 002 200

Tabulka 9.4: Provozní výdaje

Investiční výdaje

Investiční výdaje		
Dlouhodobé investice		89 800 000
<i>Nákup pozemků</i>		<i>45 000 000</i>
<i>Náklady na přípravu projektu</i>		<i>800 000</i>
<i>Projektová dokumentace</i>		<i>44 000 000</i>
Stavební investice		578 506 183
<i>Demolice, bourání</i>		<i>1 500 000</i>
<i>Práce HSV</i>		<i>377 614 831</i>
<i>Práce PSV</i>		<i>115 617 301</i>
<i>Montážní práce a dodávky</i>		<i>83 774 051</i>
Prodej vlastní		1 300 000
Prodej externí - provize RK		7 000 000
Daň z převodu nemovitosti		1 800 000
Poplatek E.On		1 600 000
CELKOVÉ INVESTIČNÍ VÝDAJE		678 406 183

Tabulka 9.5: Investiční výdaje

V průběhu výstavby bylo třeba tyto výdaje hradit z různých zdrojů. Dle požadavku banky, v prvních 6 měsících byly použity vlastní vložené finanční prostředky, a to ve výši cca 150 mil. korun. Po proinvestování této sumy, bylo uvolněno čerpání úvěru, ze kterého byly hrazeny výhradně investiční výdaje (tak jak jsou znázorněny v CF). Zbylé vlastní finanční prostředky byly užity na pokrytí mzdových a provozních výdajů, až do okamžiku vyčerpání celé výše úvěru, tedy 400 mil. korun.

V průběhu výstavby začaly vznikat příjmy z prodeje (zálohy na základě smluv o smlouvě budoucí kupní), ze kterých se postupně splácel úvěr. Po splacení úvěru byly dále příjmy z prodeje použity na pokrytí investičních nákladů.

Příjmy

Jediné příjmy projektu tvoří příjmy z prodeje. Jejich struktura a vývoj v průběhu projektu byl stanoven na základě informací od společnosti AZ Properity s.r.o. následovně:

V době zahájení výstavby bylo procento předprodejů (také na základě požadavků banky) na úrovni 30%. Na začátku roku 2012 se potom dostalo na úroveň pře 40%, a ve 4Q 2012 to bylo více než 50%. Koncem roku 2012 byla také odhalena fasáda budovy AZ Tower, což zřejmě mělo kladný vliv na poptávku, a byl zaznamenán větší zájem. Další vývoj prodejů prostor jsou odhadnuty na základě analýzy trhu a dosavadních informací o průběhu projektu následovně:

Podle informací od projektové společnosti byly prodány veškeré rezidenční jednotky, dále kanceláře se dostaly již koncem roku 2012 na úroveň okolo 50% a obchody lehce pod 50%.

Jak bude projekt postupně dokončován, dá se předpokládat zvýšený zájem. Zejména potom zájemci o obchodní prostory budou zřejmě vyčkávat do okamžiku, kdy bude známo složení společností využívajících kanceláře, aby mohli lépe cílit na specifickou poptávku.

Průběh příjmů z prodeje dále předpokládá zálohy ve výši 30% z ceny v prvním roce výstavby, a následně 70% v roce druhém. Celkové příjmy z prodeje jsou pro potřeby reálného odhadu CF zatíženy rizikem, a to v podobě 5% neobsazenosti. V případě rezidenčních prostor se neobsazenost neuvažuje, protože je jisté, že veškeré apartmány budou prodány. Určitá míra neobsazenosti se uvažuje v případě kanceláří.

Průměrná neobsazenost kancelářských prostor v Brně se v současné době pohybuje na úrovni 10% (kapitola 7.2.2). V přepočtu na plochu kanceláří budovy AZ Tower, tvoří plocha těchto neobsazených prostor 5% celkové plochy.

Pro následné zaplnění obchodních prostor je uvažována sleva ve výši 25% jako podpora prodeje (poptávky). Tato sleva se v celkových příjmech z prodejů projeví jako 2% snížení těchto příjmů.

Veškeré zatížení příjmů z prodeje riziky a slevami a průběh zálohových plateb od zákazníků je shrnut do následující tabulky. (Údaje neodpovídají skutečnému vývoji

prodejů v čase, jedná se o simulaci pravděpodobného vývoje na základě informací, poskytnutých společností AZ Prosperity)

Pořadí	Měsíc	Rok	Prodej %	Zálohy
1	Duben	2011	30%	30%
2	Květen	2011	30%	30%
3	Červen	2011	30%	30%
4	Červenec	2011	30%	30%
5	Srpen	2011	30%	30%
6	Září	2011	30%	30%
7	Říjen	2011	30%	30%
8	Listopad	2011	30%	30%
9	Prosinec	2011	30%	30%
10	Leden	2012	30%	30%
11	Únor	2012	30%	30%
12	Březen	2012	40%	30%
13	Duben	2012	40%	70%
14	Květen	2012	40%	70%
15	Červen	2012	40%	70%
16	Červenec	2012	45%	70%
17	Srpen	2012	45%	70%
18	Září	2012	45%	70%
19	Říjen	2012	45%	70%
20	Listopad	2012	50%	70%
21	Prosinec	2012	50%	70%
22	Leden	2013	50%	70%
23	Únor	2013	55%	70%
24	Březen	2013	60%	70%
25	Duben	2013	65%	70%
26	Květen	2013	65%	98%
27	Červen	2013	70%	98%
28	Červenec	2013	72%	98%
29	Srpen	2013	75%	98%
30	Září	2013	80%	98%
31	Říjen	2013	85%	98%
32	Listopad	2013	90%	98%
33	Prosinec	2013	95%	98%

Tabulka 9.6: Struktura příjmů

Jak je z tabulky patrné, celkové příjmy z prodejů nedosáhnou 100% předpokládaných příjmů.

Podobné odhady vývoje cash flow považuji za zcela stěžejní úkon v procesu hodnocení projektů. Pro tyto potřeby byly vytvořeny 3 varianty: Optimistická, pesimistická a **reálná**, ze které jsem při modelaci peněžních toků vycházel. Pro stručné shrnutí vývoje CF projektu v jednotlivých letech slouží následující tabulka:

Finanční plán AZ Tower

v Kč

měsíce	1.rok	2.rok	3.rok	CELKEM
Provozní výdaje				
Provoz kanceláří	311 400	337 800	179 500	828 700
<i>Kancelářský a režijní materiál</i>	<i>61 200</i>	<i>69 200</i>	<i>43 400</i>	<i>173 800</i>
<i>Spotřeba energie + služby</i>	<i>150 000</i>	<i>163 400</i>	<i>99 400</i>	<i>412 800</i>
<i>Opravy, údržba, úklid</i>	<i>13 200</i>	<i>16 200</i>	<i>10 500</i>	<i>39 900</i>
<i>Telekomunikační náklady</i>	<i>75 000</i>	<i>77 000</i>	<i>19 200</i>	<i>171 200</i>
<i>Ostatní (pojištění, atd.)</i>	<i>12 000</i>	<i>12 000</i>	<i>7 000</i>	<i>31 000</i>
Automobil	218 600	219 600	128 100	566 300
<i>Leasing</i>	<i>168 000</i>	<i>168 000</i>	<i>98 000</i>	<i>434 000</i>
<i>Pohonné hmoty</i>	<i>36 000</i>	<i>36 000</i>	<i>21 000</i>	<i>93 000</i>
<i>Opravy a údržba</i>	<i>5 000</i>	<i>6 000</i>	<i>3 500</i>	<i>14 500</i>
<i>Pojištění</i>	<i>9 600</i>	<i>9 600</i>	<i>5 600</i>	<i>24 800</i>
Marketing	627 000	564 000	309 000	1 500 000
<i>Reklama v médiích</i>	<i>375 000</i>	<i>300 000</i>	<i>155 000</i>	<i>830 000</i>
<i>Pronájem reklamních ploch</i>	<i>252 000</i>	<i>264 000</i>	<i>154 000</i>	<i>670 000</i>
Ostatní	36 000	36 000	35 200	107 200
CELKOVÉ PROVOZNÍ VÝDAJE	1 193 000	1 157 400	651 800	3 002 200

Mzdové výdaje				
Techničtí pracovníci	1 929 600	1 929 600	1 125 600	4 984 800
<i>Hrubá mzda</i>	<i>1 440 000</i>	<i>1 440 000</i>	<i>840 000</i>	<i>3 720 000</i>
<i>34% zdravotní a sociální pojištění</i>	<i>489 600</i>	<i>489 600</i>	<i>285 600</i>	<i>1 264 800</i>
Sekretářka	241 200	241 200	120 600	603 000
<i>Hrubá mzda</i>	<i>180 000</i>	<i>180 000</i>	<i>105 000</i>	<i>465 000</i>
<i>34% zdravotní a sociální pojištění</i>	<i>61 200</i>	<i>61 200</i>	<i>35 700</i>	<i>158 100</i>
Právní servis	360 000	360 000	80 000	800 000
Externí účetní	120 000	120 000	70 000	310 000
Externí činnost	1 000 000	1 000 000	0	2 000 000
CELKOVÉ MZDOVÉ VÝDAJE	3 650 800	3 650 800	1 396 200	8 697 800

Investiční výdaje				
Dlouhodobé investice	89 800 000	0	0	89 800 000
<i>Nákup pozemků</i>	<i>45 000 000</i>		<i>0</i>	<i>45 000 000</i>
<i>Náklady na přípravu projektu</i>	<i>800 000</i>		<i>0</i>	<i>800 000</i>
<i>Projektová dokumentace</i>	<i>44 000 000</i>		<i>0</i>	<i>44 000 000</i>

Stavební investice	189 626 988	388 879 195	0	578 506 183
Demolice, bourání	1 500 000	0	0	1 500 000
Práce HSV	177 961 453	199 653 378	0	377 614 831
Práce PSV	10 165 535	105 451 766	0	115 617 301
Montážní práce a dodávky	0	83 774 051	0	83 774 051
Prodej vlastní	480 000	480 000	340 000	1 300 000
Prodej externí - provize RK	0	350 000	6 650 000	7 000 000
Daň z převodu nemovitosti	0	0	1 800 000	1 800 000
Poplatek E.On	1 600 000	0	0	1 600 000
CELKOVÉ INVESTIČNÍ VÝDAJE	279 906 988	389 709 195	8 790 000	678 406 183
Výdaje celkem	284 915 188	394 517 395	10 838 000	690 270 583
VLASTNÍ ZDROJE	158 151 757	45 228 438	10 838 000	214 218 195
Kumulované vlastní zdroje	158 151 757	203 380 195	214 218 195	214 218 195
BANKOVNÍ ÚVĚR	126 763 431	273 236 569	0	400 000 000
Kumulovaný bankovní úvěr	126 763 431	400 000 000	400 000 000	400 000 000
PRODEJE		76 052 388		
Kumulované prodeje		76 052 388	76 052 388	76 052 388
VÝDAJE CELKEM	284 915 188	394 517 395	10 838 000	690 270 583
KUMULATIVNÍ VÝDAJE CELKEM	284 915 188	679 432 583	690 270 583	690 270 583
Příjmy z prodeje				
Jednotky	105 114 120	262 785 300	447 610 961	815 510 381
Zaplacené zálohy	105 114 120	262 785 300	447 610 961	
CELKOVÉ PŘÍJMY Z PRODEJE	105 114 120	262 785 300	447 610 961	815 510 381
KUMULATIVNÍ PŘÍJMY CELKEM	105 114 120	367 899 420	815 510 381	815 510 381
Náklady cizího kapitálu				
Poskytnutý podnikatelský úvěr		400 000 000		
Splátky úvěru		417 631 480		
CELKOVÉ VÝDAJE NA CIZÍ KAP		17 631 480		17 631 480
Celkem	-179 801 068	-149 363 575	436 772 961	
Kumulované Cash Flow	-179 801 068	-329 164 643	108 024 918	108 024 918

Tabulka 9.7: CF v jednotlivých letech

Ve chvíli, kdy známe finanční toky projektu v jednotlivých letech, můžeme se konečně začít věnovat posouzení projektu pomocí relevantních ukazatelů.

9.3.3 Čistá současná hodnota (NPV)

Diskontní sazba

Čistá současná hodnota jako nástroj hodnocení efektivnosti investic užívá principu odúročení, a to aplikací diskontní sazby (kapitola 6.2.1). Tu je třeba přesně kvantifikovat pro každý projekt tak, aby její vliv na teoretický výsledek co nejvíce korespondoval s možným vývojem aktuálního případu.

Podle (26) se v posledních letech výše úrokové míry u podobných projektů pohybovala na úrovni 7-9%. Dále budeme tedy uvažovat s **diskontní sazbou** na úrovni **9%**.

Výpočet

Při výpočtu NPV budeme vycházet z výkazu CF, jak byl definován v předchozí podkapitole. Pro přesné určení efektivnosti je třeba očistit CF v jednotlivých letech o zatížení daní z příjmu právnických osob, a to ve výši 19%⁹. Kombinací vzorců 6.4, 6.5 a 6.6, při uvažování sazby daně, dostáváme vztah:

$$NPV = \sum \frac{NCF_i}{(1+r)^i}$$

Vzorec 9.2: NPV podle NCF

Kde:

NPV	.....	Čistá současná hodnota
NCF	.....	Čisté CF
r	.....	Diskontní sazba
i	.....	Rok

⁹ Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.

NCF, neboli čisté peněžní toky vyjadřují CF snížené o sazbu daně. Tedy:

$$NCF = ZD * (1 - SD)$$

Vzorec 9.3: NCF

Kde:

NCF	.....	Čisté CF
ZD	.....	Základ daně
SD	.....	Sazba daně

Kladné CF ve smyslu výnosu (před dokončením projektu zůstávají příjmy z prodeje pouze ve formě zálohových plateb) projekt vygeneruje až v posledním roce. Aplikace zatížení sazbou daně bude tedy uplatněna až v posledním roce, ve fázi dokončení projektu.

Pro přesný výpočet NPV je třeba stanovit výši daňové povinnosti po dokončení projektu. Výše daně z příjmů právnických osob se stanoví ze základu daně, který tvoří hodnota kumulovaného CF bez uvažování vlivu faktoru diskontace. Jedná se totiž o skutečnou (reálnou) hodnotu, účtovanou projektovou společností v okamžiku přiznání daně z příjmů. Jak plyne z tabulky XX, základ daně činí **108 024 918 Kč**.

Jednoduchým výpočtem:

$$108\,024\,918 * 0,19 = \mathbf{20\,524\,734\,Kč} \text{ (zaokrouhleno na celé koruny dolů)}$$

Jednotlivé peněžní toky jsou pro výpočet NPV v jednotlivých letech diskontovány a v posledním roce je od hodnoty PV odečtena daň z příjmů právnických osob.

Výpočet NPV je znázorněn tabulkou:

Rok	Cash Flow	Diskontní sazba	Sazba daně	PV
1	-179 801 068	0,09		-164 955 108
2	-149 363 575	0,09		-125 716 333
3	436 772 961	0,09	20 524 734	316 744 131
NPV				26 072 690

Tabulka 9.8: Výpočet čisté současné hodnoty (NPV)

Při uvažování požadované míry zhodnocení (v porovnání s podobnými projekty) ve výši 9% vytvoří investiční projekt polyfunkční budovy AZ Tower **kladnou** čistou současnou hodnotu (NPV) ve výši **26 072 690 Kč**. Z hlediska ekonomického posouzení se tedy jedná o výhodný projekt.

Zde se pro potřeby porovnání s ostatními projekty otevírá prostor pro vyjádření dalšího ukazatele, IRR.

9.3.4 IRR

IRR přímo vychází z NPV, jak bylo uvedeno v kapitolách 6.1 a 6.2. Tedy, IRR je taková míra výnosnosti projektu, při které je dosaženo nulové NPV. Upravením tabulky XX dostáváme postup výpočtu IRR následovně:

Rok	Cash Flow	Diskontní sazba	Sazba daně	PV
1	-179 801 068	0,1437807390		-157 198 895
2	-149 363 575	0,1437807390		-114 171 877
3	436 772 961	0,1437807390	20 524 734	271 370 772
NPV				0

Tabulka 9.9: Výpočet vnitřní míry výnosnosti (IRR)

Jedná se o opačnou operaci jako při výpočtu NPV. Z tabulky je patrné, že projekt by vytvořil nulovou NPV v teoretickém případě uvažování úrokové míry (diskontní sazby) na úrovni 14,4% (po zaokrouhlení). Můžeme tedy konstatovat, že vnitřní míra výnosnosti, chcete-li **IRR** projektu je rovna **14,4%**.

Z hlediska posouzení projektu z pohledu developera je jistě zajímavý údaj o zisku projektu. Zisk lze určit jednoduchým výpočtem, kdy od základu daně odečteme daňovou povinnost.

$$108\,024\,918 - 20\,524\,734 = \mathbf{87\,500\,184\,Kč}$$

10 Závěrečné hodnocení

Práce byla věnována posouzení způsobu financování developerského projektu polyfunkční budovy AZ Tower. Z důvodů vysoké finanční náročnosti projektu a značné krátkodobosti byl věnován hlavní zřetel projektovému financování. Z charakteru ostatních možných způsobů financování, zejména prostřednictvím kapitálových fondů, které jsou vhodné pro dlouhodobé projekty, se jeví tyto způsoby financování jako neefektivní a v praxi neaplikovatelné na podobný investiční projekt. Využití pouze vlastních finančních zdrojů je též nevhodné. Při uvažování požadované míry zhodnocení, vyjádřené úrokovou mírou ve výši 9%, jsou finanční prostředky poskytnuté financující bankou (formou úvěru s úrokovou sazbou 3,89%) značně levnější. Navíc, při neexistenci takového objemu vlastních zdrojů ze strany developera, nereálné.

10.1 Výsledky ekonomického hodnocení efektivnosti investice

Pro přehlednost jsou jednotlivé výsledky zpracovány do tabulky:

Celkové náklady	690 270 583
Výnosy	815 510 381
NPV (Kč)	26 072 690
IRR (%)	14,4
Zisk před zdaněním (Kč)	108 024 918
Zisk před zdaněním (%)	13,3
Čistý zisk (Kč)	87 500 184
Čistý zisk (%)	10,7

Tabulka 10.1: Výsledky hodnocení projektu

11 Závěr

V práci byla rozebrána problematika developerských projektů, jednotlivé fáze developerského procesu a možné způsoby financování. Jako nejvhodnější způsob bylo vybráno projektové financování, které splňuje charakteristické požadavky developerských projektů v oblasti realit.

Projektové financování bylo také důležitou složkou v procesu posouzení zvoleného investičního projektu polyfunkční budovy AZ Tower. Právě rysy projektového financování měly zásadní vliv a podobu peněžních toků v rámci projektu, a jejich prostřednictvím také na celkový výsledek.

Projekt byl posouzen dynamickými nástroji hodnocení investičních projektů. Výsledky ukázaly, že projekt na konci svého života vytvoří kladnou čistou současnou hodnotu a relativně vysokou hodnotu vnitřní míry výnosnosti.

Do posouzení byly zahrnuty také skutečnosti, které mohou podobné projekty negativně ovlivňovat. Patří sem riziko neobsazenosti, které je možno snížit dalšími opatřeními. Ta ovšem mohou způsobit další snížení požadované míry výnosnosti. Patří sem například snížení prodejní ceny a podobně.

Jednotlivá rizika je vhodné omezovat již v přípravné fázi projektu, kdy dochází k prvním odhadům příjmů a modelování budoucích peněžních toků. K tomu slouží právě posouzení v průběhu a na konci života projektu. Jejich kvalifikace a kvantifikace, jak k tomu došlo v tomto textu, tvoří ideální nástroje pro co možná nejpřesnější odhady pro budoucí projekty.

12 Požité informační zdroje

12.1 Citace

12.1.1 Citace knih

1. **Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, kolektiv autorů.** *Financování developerských projektů*. Praha : Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, 2008.
5. **Ivanička, K. a kolektiv.** *Trh nemovitostí a developerský proces*. Bratislava : STU, 2001.
8. **Korytářová, J.** *Ekonomika investic*. Brno : VUT v Brně, Fakulta stavební, 2006.
11. **Ticháček, J.** *Projektové financování*. Brno : Masarykova Univerzita, 2007.
15. **Smejkal, V., Rais, K.** *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. Praha : Grada Publishing, 2006. ISBN 80-247-1667-4.
16. **Korytářová, J.** *Hodnocení ekonomické efektivnosti stavebních investičních projektů*. Brno : VUT v Brně, 2006. ISBN 80-214-3171-7.

12.1.1 Citace internetových stránek

2. **Achour, Gabriel.** epravo.cz. [Online] květen 2005.
http://www.epravo.cz/v01/index.php3?s1=3&s2=0&s3=0&s4=0&s5=0&s6=0&m=1&typ=clanky&back%5Bs1%5D=3&back%5Bs2%5D=0&back%5Bs3%5D=0&back%5Bs4%5D=0&back%5Bs5%5D=0&back%5Bs6%5D=0&recid_cl=32891.

3. **Mgr. Bárta, J. LL. M., Mgr. Pakosta, V.** Development obchodních center. [Online] 2012. <http://www.realit.cz/clanek/development-obchodnich-center-2>.
4. **forum, Stavební.** Architekt versus developer: kooperace nebo přátelství? [Online] Stavební forum, 2008. <http://www.stavebni-forum.cz/cs/article/10201/architekt-versus-developer-kooperace-nebo-nepratelstvi/>.
6. **Kraina, R., Ing.** Facility management - adnistrativní služby společnosti Skanska. [Online] Skanska, 2012. <http://www.skanska.cz/Produkty-Sluzby/Facility-management/Administrativni-sluby/>.
7. **Achour, G.** Developerské projekty (shrnutí právního prostředí). [Online] E15, 2005. <http://euro.e15.cz/profit/developerske-projekty-shrnuti-pravniho-prostredi>.
9. **banka, Komerční.** Syndikovaný úvěr. *kb.cz*. [Online] KB, 2012. <http://www.kb.cz/cs/verejna-sprava/syndikovany-uver.shtml>.
10. **Mašek, F.** Nemovitostní fond: Jak investovat do realit, i když na ně nemáte. *Penize.cz*. [Online] 2011. <http://www.penize.cz/podilove-fondy/206402-nemovitostni-fond-jak-investovat-do-realit-i-kdyz-na-ne-nemate>.
12. **Achour, G. - Daničišin, M.** Úvěrové financování developerských projektů. [Online] 2006. <http://www.glatzova.com/uverove-financovani-developerskych-projektu-c154>.
13. **Bank, Unicredit.** Základní parametry úvěru. *Developerské úvěry*. [Online] UCB, 2011. <http://developerskeuvery.cz/cz/zakladni-parametry-uveru.html>.
14. **ČR, Ministerstvo životního prostředí.** Nová zelená úsporám. <http://www.novazelenausporam.cz/>. [Online] <http://www.novazelenausporam.cz/>.
17. **Finder, Warehouse.** Míra neobsazenosti. [Online] 2012. <http://warehousefinder.cz/studie-trhu/pulse-q1-2012/mira-neobsazenosti/>.

18. **forum, Stavební.** Brno: míra neobsazenosti kanceláří vzrostla. [Online] Stavební forum, 2012. <http://www.stavebni-forum.cz/cs/article/21662/brno-mira-neobsazenosti-kancelari-vzrostla/>.
19. **ČSÚ.** Ceny bytů / ČSÚ. [Online] 2012. http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ceny_bytu.
20. **Miková, M., Nováková, I.** Rezidenční trh pod lupou. [Online] Časopis ASB, 2012. <http://www.asb-portal.cz/podnikani-a-trh/realitni-trh/rezidencni-trh-pod-lupou-3043.html>.
21. **Realit.cz.** Ceny bytů na Brněnsku méně reagují na krizi. [Online] Realit.cz. <http://www.realit.cz/clanek/ceny-bytu-na-brnensku-mene-reaguji-na-krizi>.
22. **Johánek, T.** Brno je nejatraktivnější průmyslovou lokalitou. [Online] Realit.cz, 2012. <http://www.realit.cz/aktualita/brno-je-nejatraktivnejsi-prumyslovou-lokalitou>.
23. **Bayer, P.** Tahounem kancelářského trhu se vedle Prahy stává Brno. [Online] Realit.cz, 2012. <http://www.realit.cz/aktualita/tahounem-kancelarskeho-trhu-se-vedle-prahy-stava-brno>.
24. **Jižní centrum Brno, a.s.** jcbno.cz/. [Online] Jižní centrum Brno, 2001. <http://www.jcbno.cz/>.
25. **Jeřábek, P.** Brno odepsalo Jižní centrum. [Online] Brněnský deník, 2012. http://brnensky.denik.cz/zpravy_region/brno-odepsalo-jizni-centrum-20120609.html.
26. **ČVUT.** <http://cvut.mapovyportal.cz>. <http://cvut.mapovyportal.cz>. [Online] 2012. [Citace: 15. 12 2012.] http://cvut.mapovyportal.cz/EKO2_3UzemniRozvoj2012.pdf.
27. **ČR, Ministerstvo životního prostředí.** Ministerstvo životního prostředí ČR - Udržitelný rozvoj. *mzp.cz*. [Online] 2004. http://www.mzp.cz/cz/udrzitelny_rozvoj.

28. **Wikipedia.** Kjótský protokol. *Wikipedia.org*. [Online] 21. Listopad 2012. [Citace: 2. Listopad 2012.] http://cs.wikipedia.org/wiki/Kj%C3%B3tsk%C3%BD_protokol.

12.2 Informační zdroje

12.2.1 Odborná literatura a skripta

Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, kolektiv autorů. *Financování developerských projektů*. Praha : Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, 2008.

Ivanička, K. a kolektiv. *Trh nemovitostí a developerský proces*. Bratislava : STU, 2001.

Korytářová, J. *Ekonomika investic*. Brno : VUT v Brně, Fakulta stavební, 2006.

Ticháček, J. *Projektové financování*. Brno : Masarykova Univerzita, 2007.

Smejkal, V., Rais, K. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. Praha : Grada Publishing, 2006. ISBN 80-247-1667-4.

Korytářová, J. *Hodnocení ekonomické efektivnosti stavebních investičních projektů*. Brno : VUT v Brně, 2006. ISBN 80-214-3171-7.

12.2.2 Internetové stránky

Internetové stránky Prosperity s.r.o. [online]. Brno. 2011. Dostupné z: <http://www.prosperity.cz>

UniCredit Bank – Developerke úvěry [online]. Praha. 2011. Dostupné z: <http://www.developerskeuvery.cz>

Oficiální internetové stránky Českého statistického úřadu [online]. Praha. 2011. Dostupné z: <http://www.czso.cz>

13 Seznamy

13.1 Seznam tabulek

Tabulka 9.1: Struktura jednotek	70
Tabulka 9.2: Očekávané příjmy	71
Tabulka 9.3: Mzdové výdaje	77
Tabulka 9.4: Provozní výdaje	77
Tabulka 9.5: Investiční výdaje	78
Tabulka 9.6: Struktura příjmů	80
Tabulka 9.7: CF v jednotlivých letech	82
Tabulka 9.8: Výpočet čisté současné hodnoty (NPV)	85
Tabulka 9.9: Výpočet vnitřní míry výnosnosti (IRR)	86
Tabulka 10.1: Výsledky hodnocení projektu	87

13.2 Seznam vzorců

Vzorec 6.1: Finanční CF	48
Vzorec 6.2: Ekonomické CF	48
Vzorec 6.3: CF	49

Vzorec 6.4: Diskontní sazba	50
Vzorec 6.5: IRR	51
Vzorec 6.6: NPV	51
Vzorec 9.1: Anuita	73
Vzorec 9.2: NPV podle NCF	83
Vzorec 9.3: NCF	84

13.3 Seznam obrázků

Obrázek 8.1: Vizualizace 1.PP Garážová stání	62
Obrázek 8.2: Vizualizace 5.NP Typové podlaží	63
Obrázek 8.3: Vizualizace RD v lokalitě Černé hory	64
Obrázek 8.4: Vizualizace RD v lokalitě Černé hory	65
Obrázek 8.5: Vizualizace projektu Polyfunkční dům Vinařská	66
Obrázek 8.6: Vizualizace projektu Nový Tuzex	67